

宇通客车 (600066)

2018-4-27

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

再读龙头系列之宇通客车：未来业绩增长从何而来？

报告要点

■ 中国客车行业到达天花板了吗？

城镇化率提升促进公交车销量增长，高铁冲击下座位客车需求下滑，国内客车总量增长放缓，但客车由传统燃油车向新能源客车升级，带来单车价值与盈利的显著提升。我国客车产销走在世界前列，出口有较大空间，未来呈现两点趋势：传统客车向亚非拉及中东地区渗透；新能源客车向欧洲地区输出。

■ 宇通的护城河是什么？

专注客车业务二十余载，宇通成长为全球客车龙头，公司已铸就宽广的护城河：规模效应为基础、全产业链布局带来加成、技术创新为核心。宇通的护城河不仅为公司带来稳步成长，而且支撑优于同行的高盈利能力。客车新能源化大趋势下，宇通新能源客车的竞争优势不仅没有弱化，反而进一步增强。

■ 宇通未来收入成长性如何？

宇通收入成长可划分为三个阶段，2010 年以前跟随行业增长；2010 年-2014 年依靠市占率提升；2015 年起受益客车新能源化。展望未来，宇通主业增长将主要来自三方面：1) 国内依靠市占率提升带来超越行业增长，尤其是目前市占率较低的新能源客车；2) 客车新能源化趋势下，宇通新能源渗透率会继续提升；3) 宇通传统车和新能源车均具备很强竞争力，出口潜力大。

■ 宇通盈利能力变化趋势如何？

市场担心补贴退坡对于单车盈利影响较为负面，2017 年宇通单车净利有所下滑但幅度不大，表明补贴退坡对盈利能力的拖累有限。作为新能源客车龙头，宇通不仅能向供应商转嫁退坡，且纯电动客车 LCC 经济性佳决定用户能接受车企提价，因而宇通所承担退坡相对有限。此外，考虑到新能源单车净利率高于传统车，随着新能源渗透率继续提升，助力宇通整体单车盈利稳定。

■ 宇通投资价值如何看待？

过去 20 年宇通业绩取得 25% 的复合增长，也为资本市场带来 20 年 40 倍的涨幅。展望未来，客车行业增速放缓背景下，宇通将凭借龙头优势和客车新能源化趋势实现业绩稳健增长。宇通作为有宽广护城河的客车龙头，稳健的业绩增速+高分红下长期投资价值凸显。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.78、1.93 和 2.14 元，对应 PE 分别为 11.5X、10.6X 和 9.6X。“买入”评级。

风险提示：

1. 新能源客车盈利能力下滑超出预期；
2. 座位客车新能源化渗透率提升低于预期。

当前股价：20.48 元

分析师 高登

☎ (8621) 61118738

✉ gaodeng@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517120001

分析师 高伊楠

☎ (8621) 61118738

✉ gaoyin@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517060001

分析师 邓晨亮

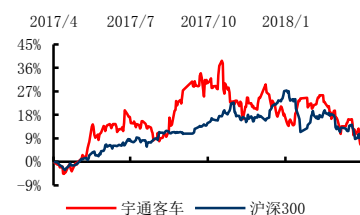
☎ (8621) 61118738

✉ dengcl@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518040003

公司基本数据	2018.04.27
总股本 (万股)	221394
流通 A 股/B 股(万股)	221394/0
资产负债率	55.30%
每股净资产 (元)	7.13
市盈率 (当前)	14.49
市净率 (当前)	2.87
12 个月内最高/最低价	27.26/18.68

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《主业稳健增长，新能源化、中大型化带来盈利能力提升》2016-10-25

《新能源客车快速放量，助力业绩超预期》2016-4-6

目录

中国客车行业到达天花板了吗？	5
国内：总量平稳，电动化带来结构升级	5
出口：传统车势已起，新能源潜力大	11
宇通的护城河是什么？	15
历经二十余载，铸就全球客车龙头	15
规模、全产业链、技术创新构筑宇通的护城河	17
宇通新能源客车竞争优势更突出	20
宇通未来收入成长性如何？	23
新能源客车市占率和渗透率双升贡献增长	23
出口市场、高端产品 T7 打造新的增长点	26
试点布局电动物流车，有望打造全新增长极	28
宇通盈利能力变化趋势如何？	30
新能源补贴退坡对于宇通单车盈利拖累有限	30
新能源渗透率提升有助于宇通单车盈利稳定	32
补贴退坡下 18 年将如何演绎？	34
17 年行业低迷归因于 16 年底大幅抢装	34
公交客车需求刚性助力 18 年行业需求恢复	35
宇通投资价值如何看待？	37

图表目录

图 1：我国 5 米以上客车销量较为平稳	5
图 2：我国客车以座位客车、公交客车为主	5
图 3：座位客车销量稳中有降，公交客车销量稳步提升（单位：辆）	5
图 4：5 米以上座位客车销量连续两年下滑	6
图 5：大中型座位客车中旅游、通勤占比提升	6
图 6：国内旅游人数保持较快增长	6
图 7：除 2017 年以外公交车销量稳步提升	7
图 8：我国城镇化率稳步提升	7
图 9：预计 2020 年我国 5 米以上客车销量为 24.0 万辆	7
图 10：2017 年新能源客车销量为 8.7 万辆	8
图 11：预计 2020 年新能源公交车销量将达 9.8 万辆	9
图 12：预计到 2020 年新能源座位客车销量将达 3.1 万辆	10
图 13：2020 年新能源客车销量有望接近 13 万辆（单位：辆）	11
图 14：海外 7 米以上客车有一倍于国内的市场空间（单位：辆）	11

图 15: 2013 年亚非拉及中东 (亚洲剔除中国) 5 米以上客车销量达 17.8 万辆 (单位: 万辆)	12
图 16: 2017 年上半年我国 5 米以上客车出口主要为亚非拉及中东地区 (单位: 辆)	12
图 17: 2016 年国内客车单车均价约为 50 万, 性价比优于国外产品 (单位: 万元人民币)	13
图 18: 欧洲已采用新能源巴士城市分布图 (图中标记均为已采用新能源客车的城市)	13
图 19: 2025 年欧洲新能源公交客车保有量有望达 7 万台, 渗透率 35%	14
图 20: 宇通详细股权结构图	15
图 21: 宇通客车产品谱系图	16
图 22: 宇通客车销量取得持续增长	16
图 23: 近年来宇通新能源客车销量快速增长	16
图 24: 过去 20 年宇通客车收入和利润均取得持续成长	17
图 25: 近年来宇通客车盈利能力整体呈提升态势	17
图 26: 宇通具有三大护城河	17
图 27: 宇通销售毛利率远高于其他客车公司	18
图 28: 宇通销售净利率远高于其他客车公司	18
图 29: 宇通客车年销量远超出其他客车公司	18
图 30: 宇通四季度毛利率为全年最高水平	18
图 31: 客车零部件产品毛利率远高于客车整车	19
图 32: 宇通收购精益达后盈利能力明显增强	19
图 33: 宇通研发投入远超出同行水平	19
图 34: 宇通新能源客车三电均为与行业领先供应商联合开发	20
图 35: 宇通睿控技术	21
图 36: 宇通睿控具有电动四化和智能四化的特点	21
图 37: 新能源客车放量导致企业应收账款金额占收入比例大幅提升	21
图 38: 宇通资金实力领先于同行	21
图 39: 宇通纯电动客车整体解决方案	22
图 40: 宇通收入增长大致可以分为三个阶段	23
图 41: 宇通传统客车市占率由 2010 年 20.8% 提升至 2014 年 27.3%	23
图 42: 近年来新能源客车产量 CR10 下降, 2017 年 CR3 企稳回升	25
图 43: 2017 年宇通新能源客车市占率快速提升, 但仍远低于传统客车	25
图 44: 座位客车销量占比较低的企业新能源渗透率较高 (2017)	26
图 45: 座位客车新能源渗透率远低于公交客车 (2017)	26
图 46: 宇通座位客车销量占比较高	26
图 47: 宇通新能源客车渗透率将跟随行业提升	26
图 48: 2017 年宇通出口销量占总销量比例达到 12.5%	27
图 49: 宇通大中客出口市占率逐步提升, 2016 年达到 38.1%	27
图 50: 2015 年比利时客车展, 宇通展示为欧洲定制的 12 米纯电动客车	27
图 51: 宇通 T7 示意图	28
图 52: 宇通 T7 拥有 6 项主被动安全技术	28
图 53: 一汽丰田柯斯达示意图	28
图 54: 一汽丰田柯斯达历年销量稳定在三四千台左右	28
图 55: 预计 2018 年电动物流车产量有望达到 18 万辆	29
图 56: 近年来宇通客车单车净利呈提升态势	30
图 57: 2017 年宇通单车净利小幅下滑	30

图 58: 电池占新能源汽车成本超过 40%	30
图 59: 动力电池价格呈较快下降趋势 (单位: 元/Wh)	30
图 60: 2017 年宇通单车净利下降幅度小于同行 (单位: 万元)	32
图 61: 预计 2020 年客车行业新能源渗透率提升至 54%	33
图 62: 2016 年底新能源客车大幅抢装透支了 2017 年需求	34
图 63: 新能源客车景气于 2017Q1 触底, 2017Q4 抢装弱于 2016 同期	34
图 64: 新能源公交为新能源客车销量主体, 2017 年新能源公交销量同比大幅下滑 (单位: 辆)	34
图 65: 预计 2018 年公交客车销量 10.5 万辆	35
图 66: 2017 年新能源公交销量渗透率为 76.27%	35
图 67: 预计 2017 年底新能源公交存量渗透率为 39.11%	35
图 68: 预计 2018 年新能源客车销量有望达到 10 万辆	36
图 69: 过去 20 年宇通客车股价涨幅 40 倍	37
图 70: 宇通客车近年分红比例维持在较高水平, 2017 年有所降低	37
图 71: 2017 年公司应收账款周转天数大幅增加, 预计 2018 年将降低	37
图 72: 在行业龙头中, 宇通客车股息率处于较高水平 (2016 年)	38
表 1: 我国各省市公交车新能源渗透率要求	8
表 2: 景区内旅游巴士数量规模较大	10
表 3: 欧洲地区正致力于实现客车新能源化	13
表 4: 欧美主要客车企业新能源客车产业化时间较晚	14
表 5: 宇通重要的发展历程事件	15
表 6: 新能源客车补贴金额持续退坡, 且技术门槛逐步提高	23
表 7: 宇通新能源客车 Ekg 较低, 技术水平较高	24
表 8: 电动物流车运营效果一线调研结果	29
表 9: 宇通电动物流车参数一览	29
表 10: 宇通北方客户同线路 8 米纯电与传统车成本比较	31
表 11: 宇通新能源客车单车净利明显高于传统客车	32
表 12: 多个地区公交全面电动化时间表	36

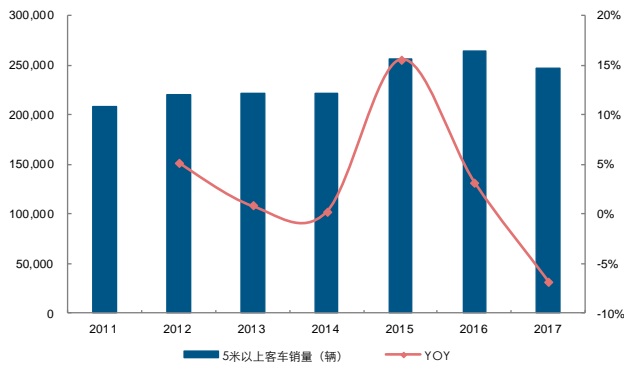
中国客车行业到达天花板了吗？

国内：总量平稳，电动化带来结构升级

我国 5 米以上客车销量较为平稳,历年销量处于 20-25 万辆之间。2016 年销量达到 26.5 万辆,同比增长 3.2%,为过去几年最高销量,主要是因为新能源补贴退坡预期下年底抢装;2017 年客车销量 24.7 万辆,同比减少 6.8%,主要是受 2016 年抢装透支拖累。

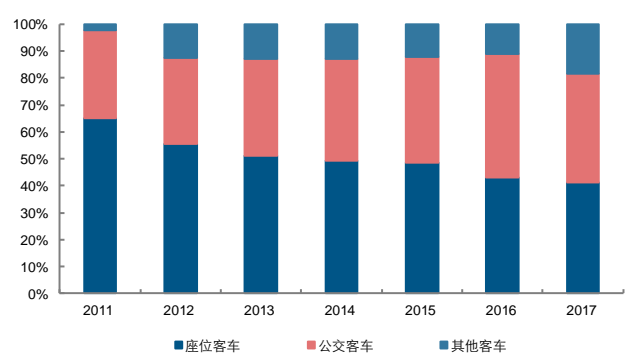
客车按用途分为座位客车、公交客车以及其他类型客车,其中座位客车主要包括客运客车、旅游客车、通勤用客车等。2017 年我国 5 米以上客车中座位客车、公交客车及其他客车销量占比分别为 41.4%、40.4%、18.2%,主要以座位客车、公交客车为主。从各类型客车历年销量上看,座位客车稳中有降,公交客车稳步上升。

图 1：我国 5 米以上客车销量较为平稳



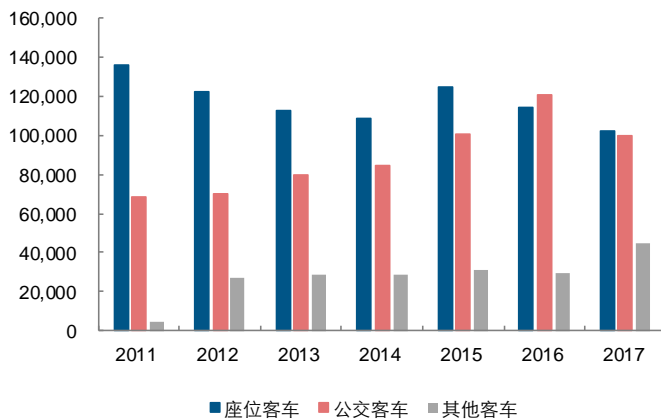
资料来源：中客网，长江证券研究所

图 2：我国客车以座位客车、公交客车为主



资料来源：中客网，长江证券研究所

图 3：座位客车销量稳中有降，公交客车销量稳步提升（单位：辆）

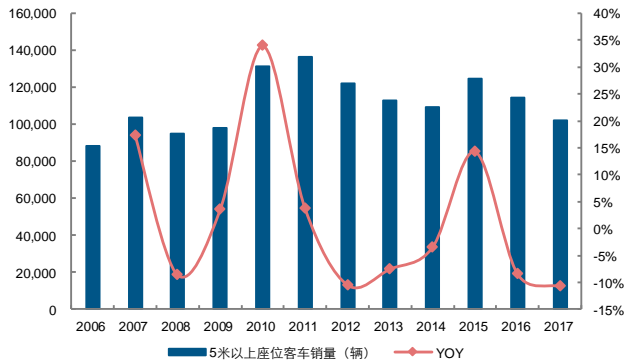


资料来源：中客网，长江证券研究所

受高铁与私家车冲击，座位客车中客运班线需求有所减少。2017 年座位客车销量为 10.2 万辆,同比减少 10.7%,且近两年持续下滑。分结构来看,2015 年大中型座位客车中客运、旅游、通勤班线占比分别为 41%、24%、35%,2017 年三者占比分别为 29%、

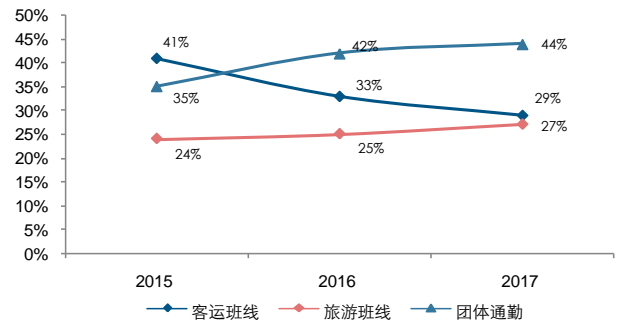
27%、44%，通勤、旅游班线占比提升，逐步成为座位客车需求的主体，减缓了座位客车总销量的下滑幅度。

图 4：5 米以上座位客车销量连续两年下滑



资料来源：中客网，长江证券研究所

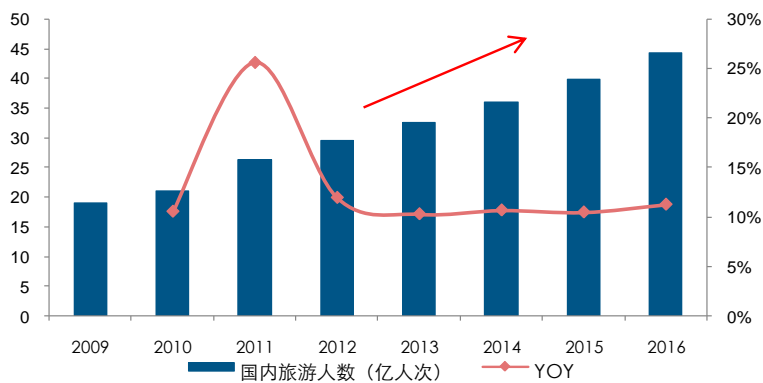
图 5：大中型座位客车中旅游、通勤占比提升



资料来源：中客网，长江证券研究所

旅游业发展、城市框架扩大支撑旅游、通勤客车市场稳步增长。我国居民旅游意愿的日益增强支撑了中长途旅游座位客车市场。同时，随着城市框架逐渐扩大，企业逐渐去中心化向郊区迁移，使得通勤座位客车市场稳步增长。预计未来旅游、通勤座位客车销量将迎来稳步增长。

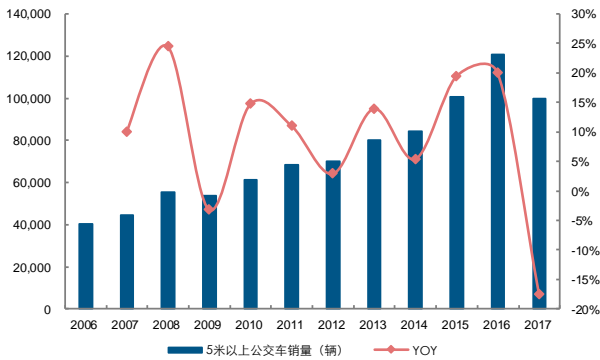
图 6：国内旅游人数保持较快增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

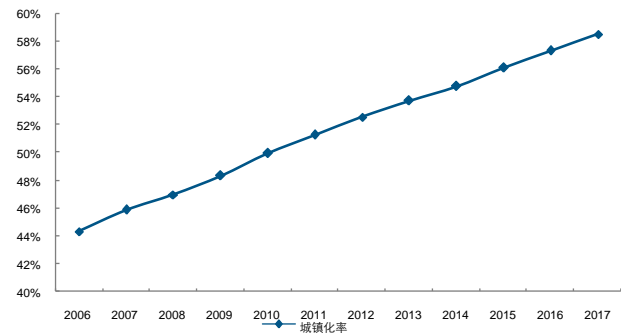
城镇化率的提升促进公交客车销量持续增长。我国公交客车销量稳步增长，由 2011 年的 6.8 万辆提升至 2016 年的 12.1 万辆，复合增速达 12.1%，2017 年公交客车销量下滑主要受到 2016 年年底抢装透支影响。随着我国经济水平的不断提高，城镇人口持续增加，推动城镇化率不断升高，截至 2017 年我国城镇人口总数达 8.1 亿人，城镇化率达 58.5%，同比增加 1.1 个百分点。城市人口的扩容对公共交通运输提出更高要求，公交车的需求与日俱增，预计未来公交客车销量有望逐步增长。

图 7：除 2017 年以外公交车销量稳步提升



资料来源：中客网,长江证券研究所

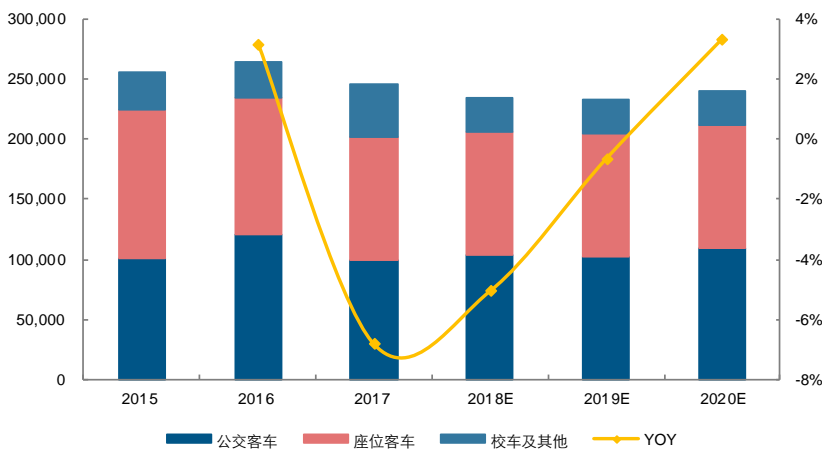
图 8：我国城镇化率稳步提升



资料来源：Wind,长江证券研究所

我国未来客车总量将基本保持稳定。随着座位客车增长趋缓、公交客车稳步增长，预计到 2020 年我国 5 米以上客车销量为 24.0 万辆，与 2017 年销量基本持平。

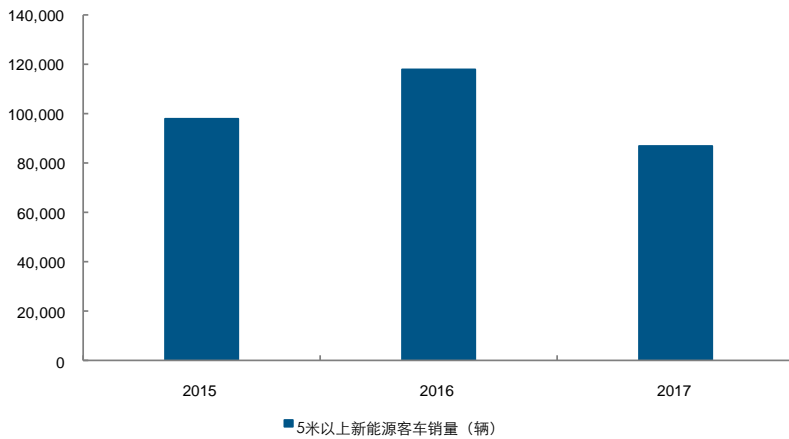
图 9：预计 2020 年我国 5 米以上客车销量为 24.0 万辆



资料来源：中客网，长江证券研究所

客车电动化将带来结构升级。虽然国内客车总量基本平稳，但客车由传统燃油车向新能源车升级，带来单车价值与单车利润的显著提升，客车市场空间仍将迎来较快增长。日益严峻的环境污染问题以及能源紧缺问题使得各国愈发重视新能源交通的发展，其中中国作为全球新能源车领军者，早在 2008 年北京奥运会期间已投入 50 辆纯电动客车并取得了初步运营经验，并在之后 2010 年上海世博会期间继续投入 120 辆纯电动客车运营。我国新能源客车在补贴等政策扶植下由起步期逐步进入了快速增长期，2016 年全年新能源客车销量达 11.8 万辆，同比增长 20.4%，在客车中渗透率达到 45%，2017 年因受到 2016 年抢装透支影响，全年销量为 8.7 万辆，同比减少 26.5%，新能源渗透率为 35%。我们认为未来新能源客车渗透率有望持续提升，其中公交车新能源渗透率有望维持在较高水平，座位客车新能源渗透率有望逐步提升，到 2020 年新能源客车销量有望接近 13 万辆，相对 2017 年有 50%增量空间。

图 10：2017 年新能源客车销量为 8.7 万辆



资料来源：中客网，长江证券研究所

公交客车新能源化先行。2013 年李克强总理召开国务院会议，要求公交车要率先使用新能源汽车，同步完善配套设施，新能源公交车率先实现产业化。2015 年财政部、工信部、交通部三部联合印发《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》，对我国各地区未来各年公交车新能源渗透率提出了明确要求。

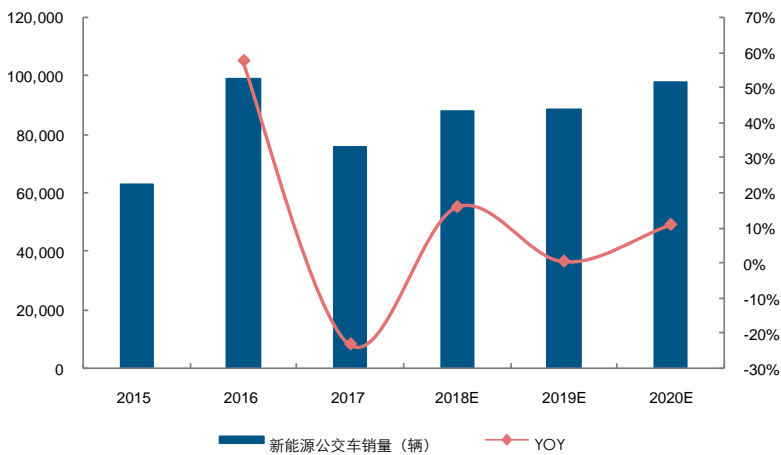
表 1：我国各省市公交车新能源渗透率要求

区域	各年度新能源公交车渗透率要求				
	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
大气污染治理重点区域：北京、上海、天津、浙江、江苏、广东、山东、山西、河北、海南	40%	50%	60%	70%	80%
湖南、湖北、安徽、江西、河南、福建	25%	35%	45%	55%	65%
其他省	0%	15%	20%	25%	30%

资料来源：交通部，长江证券研究所

我国公交客车新能源渗透率将继续提升，未来渗透率有望达 90%。2016 年全年 5 米以上新能源公交车销量达 9.9 万辆，新能源渗透率达 82%，2017 年由于受到 2016 年抢装透支影响，全年新能源公交车销量为 7.6 万辆，新能源渗透率为 76%。目前新能源公交车在我国一二线城市渗透率较高，三四线城市受到基础设施建设进度限制渗透率仍有提升空间，我们预计 2020 年我国公交客车新能源渗透率有望提升至 90%，同时预计 2020 年我国公交车销量达 10.9 万辆，据此计算 2020 年新能源公交车销量将达 9.8 万辆，相对于 2017 年有 30%增长空间。

图 11：预计 2020 年新能源公交车销量将达 9.8 万辆



资料来源：中客网，长江证券研究所

座位客车新能源渗透空间大，未来放量值得期待。2017 年我国新能源座位客车销量为 1.1 万辆，渗透率为 12%，处于较低水平。我们认为未来座位客车接力公交客车实现新能源普及将是大势所趋，分车型来看，中短途的景区旅游专线以及城市通勤专线由于线路长度更适合目前新能源客车续航里程，有望率先实现新能源的快速普及。

旅游、通勤客运座位客车市场空间巨大，新能源化开始启动。以景区旅游专线为例，随着居民收入水平的不断提升，我国旅游人数与日俱增，对景区运营管理提出了更高要求，对旅游专线的需求逐渐提升。以天山天池景区为例，从 5 月开始进入旅游旺季，每日自驾来景区的车辆高峰期可达 6000-7000 辆，但景区内道路条件无法接待众多车辆，所以必须采取封闭式管理，游客在景区内需要乘坐景区专线观光旅游，目前天池景区内共有 110 台宇通 8 米旅游大巴、20 台 7 米中巴运转，大巴主要用于普通游客转运，中巴可以用于包车租赁，满足游客的个性化需求和公商务贵宾接待。

根据我们测算，我国 5A/4A 级景区共有旅游巴士约 6 万辆。具体测算过程如下：

- 1) 以天山天池景区为标准，天池景区规划面积为 548 平方公里，天池景区内共配置 130 台旅游巴士，即每 4.2 平方公里需配置 1 台旅游巴士；
- 2) 我们对全国 5A、4A 级景区各自抽样 10 家，求得 5A/4A 级景区单个景区平均规划面积为 170 平方公里；
- 3) 全国 5A、4A 级景区共计 1500 多家；
- 4) 我国 5A/4A 级景区旅游巴士共计 $170 \times 1500 / 4.2 = 6.1$ 万辆

以客车 8 年更新周期来看，景区内旅游巴士每年销量为 7000-8000 辆，未来若全部采购新能源客车将为新能源客车行业带来一定增量。

表 2：景区内旅游巴士数量规模较大

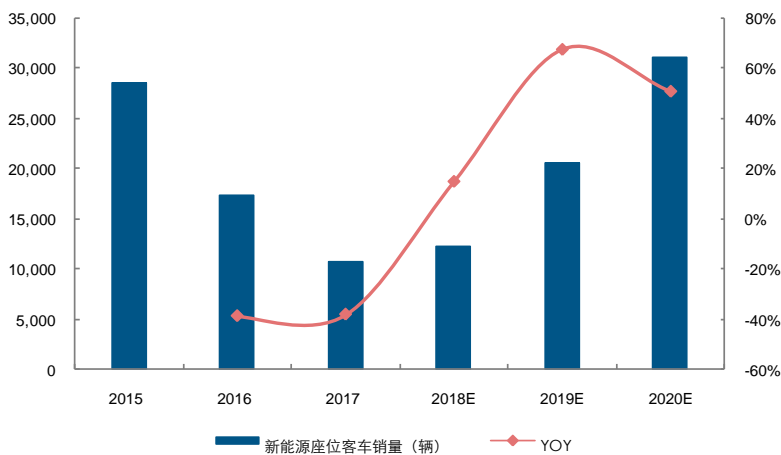
项目	数值
合计面积 (km ²)	3440
平均面积 (样本为20家5A/4A景区)	172
5A/4A景区数量 (来自中国旅游研究院)	1500
所需景区巴士数量 (辆)	61196
每年更新销量 (8年更新周期)	7649

资料来源：宇通客车官网，中国旅游研究院，中客网，长江证券研究所

目前我国部分地区已经启动对旅游客运新能源化的产业规划，例如福建省于 2017 年 9 月印发《福建省新能源汽车产业发展规划(2017-2020 年)》，其中明确提出将加大公交、旅游景区的新能源汽车推广力度，到 2020 年，国际级风景名胜区和国家 4A 级以上旅游景区内新增和更新的客运车辆全部采用新能源车。**我们认为未来旅游专线、通勤客运座位客车新能源渗透率有望快速提升。**

补贴运营里程要求松绑，中短途旅游、通勤客运新能源化有望加速。2018 年 2 月 13 日，财政部、工信部、科技部、发改委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，其中对于非个人用户购买的新能源汽车申请补贴资格，要求的累计行驶里程由 3 万公里降至 2 万公里，我们认为运营里程的松绑将使得中短途旅游、通勤新能源客车申请补贴难度降低，未来中短途旅游、通勤客运新能源渗透率有望加速提升，拉动座位客车新能源渗透率于 2020 年提高到 30%，对应销量为 3.1 万辆，相对于 2017 年有接近 2 倍增长空间。

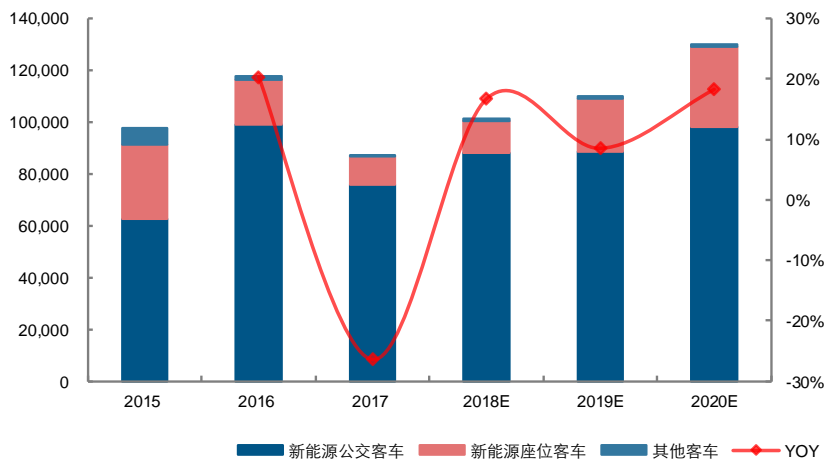
图 12：预计到 2020 年新能源座位客车销量将达 3.1 万辆



资料来源：中客网，长江证券研究所

客车新能源化大趋势不可逆，我国新能源客车销量未来仍有增长空间。综合来看，我们认为 2020 年我国新能源客车销量有望接近 13 万辆，相对 2017 年有 50% 增量空间。

图 13：2020 年新能源客车销量有望接近 13 万辆（单位：辆）



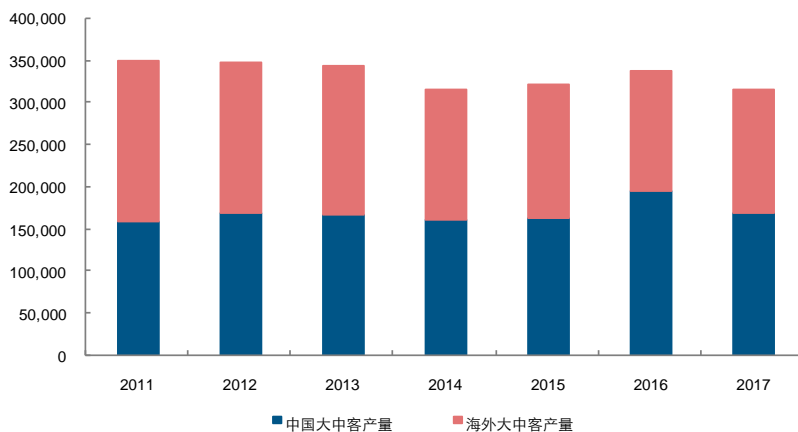
资料来源：中客网，长江证券研究所

出口：传统车势已起，新能源潜力大

我国传统客车、新能源客车产销均走在世界前列，丰富的生产与运营经验使得我国客车具备显著出口优势。我们认为我国未来客车出口将有两点趋势：1) 传统客车向亚非拉及中东地区继续渗透；2) 新能源客车向欧洲地区输出。

海外客车市场空间大，我国客车出口有望继续渗透。2017 年我国大中型客车（7 米以上）产量为 16.8 万辆，全球产量为 31.6 万，海外有一倍于国内的市场空间。

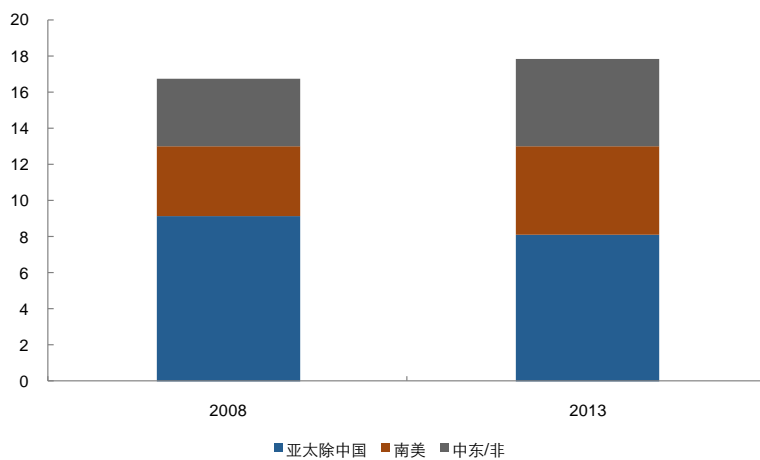
图 14：海外 7 米以上客车有一倍于国内的市场空间（单位：辆）



资料来源：Wind，OICA，长江证券研究所

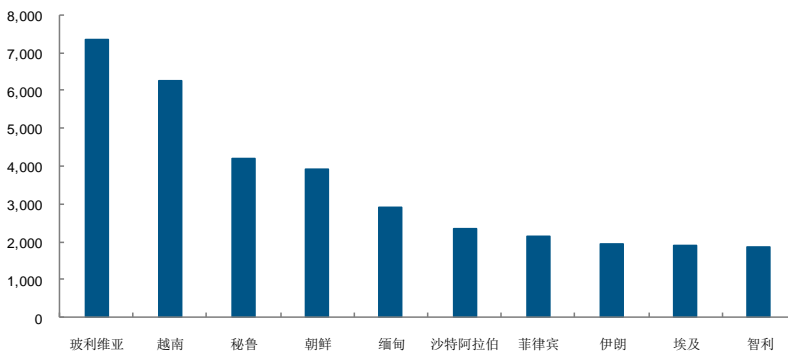
亚非拉及中东发展中地区随着经济的发展，城镇化率提高，基础设施建设进度有望快速推进，对于客车的需求量持续增加。同时，由于本国汽车产业较为落后，难以满足本国巨大的客车需求，因此客车多依赖于外来进口，例如 2016 年我国向马来西亚出口客车数量超过 1500 台，而马来西亚本国仅生产了约 750 台。巨大的客车需求与本国供给缺口为我国创造了巨大出口市场。根据 Freedonia 数据，2013 年亚非拉及中东地区（其中亚洲剔除中国）5 米以上客车销量达到 17.8 万辆，保守假设 2017 年客车销量为 18 万辆。2017 年我国 5 米以上客车出口量为 5.6 万辆，相比 2016 年 5.8 万辆有略微下滑，假设均出口至亚非拉及中东地区，则占亚非拉及中东地区总需求量比重仅为 30%，未来仍有较大出口空间。

图 15：2013 年亚非拉及中东（亚洲剔除中国）5 米以上客车销量达 17.8 万辆（单位：万辆）



资料来源：Freedonia，长江证券研究所

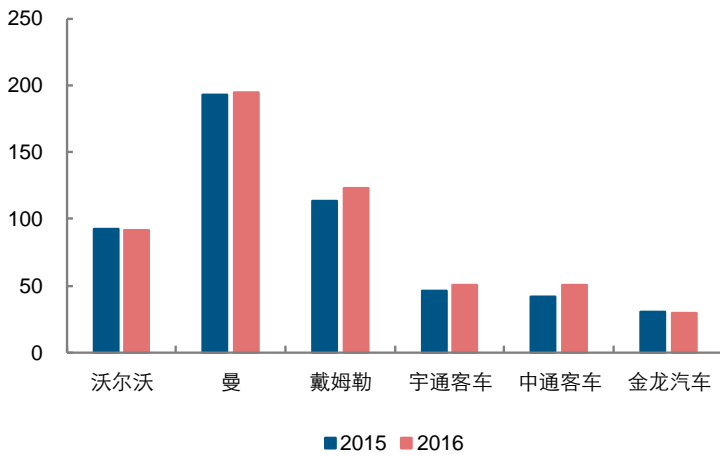
图 16：2017 年上半年我国 5 米以上客车出口主要为亚非拉及中东地区（单位：辆）



资料来源：中汽协，长江证券研究所

亚非拉及中东地区由于经济水平较为落后，因此更重视进口客车的性价比。我国客车产业由于 1) 产销规模巨大，相比欧美国家规模效应明显；2) 我国人工成本低于欧美国家，因此价格优势突出。2016 年国内宇通、中通等客车单车均价约为 50 万元或在 50 万元以下，同期海外戴姆勒、斯堪尼亚均价在 100 万元以上，因此我国未来有望扩大在亚非拉及中东地区的市场份额。

图 17：2016 年国内客车单车均价约为 50 万，性价比优于国外产品（单位：万元人民币）



资料来源：各公司年报，长江证券研究所 注：采用最新汇率

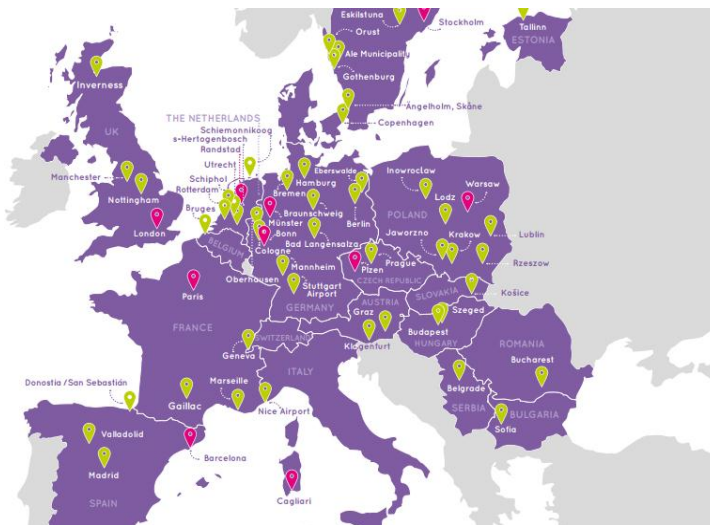
欧洲客车逐渐实现新能源化，欧洲本土产业化落后背景下我国新能源客车出口有望占得先机。欧洲地区正致力于实现客车新能源化，根据 UITP（公共交通国际联合会）抽样调研结果显示，其中多个城市均公布了“2020 年计划”或“2025 年”计划，将禁售燃油车提上日程。近期巴黎公共交通公司启动招标，计划两年内购买 250 辆至 1000 辆电动公交车，作为目前欧洲最大规模的电动公交车招标，该订单总价值最高可达 4 亿欧元。

表 3：欧洲地区正致力于实现客车新能源化

计划时间	城市与市场规模
2020 年计划	25 个城市，如柏林、奥斯陆、伦敦（2018 年），到 2020 年有望有超过 2500 辆新能源巴士投入运营，占比为 6%
2025 年计划	18 个城市，如巴黎、雅典、马德里，到 2025 年有望有超过 6100 辆新能源巴士投入运营，占比 43%

资料来源：UITP，长江证券研究所

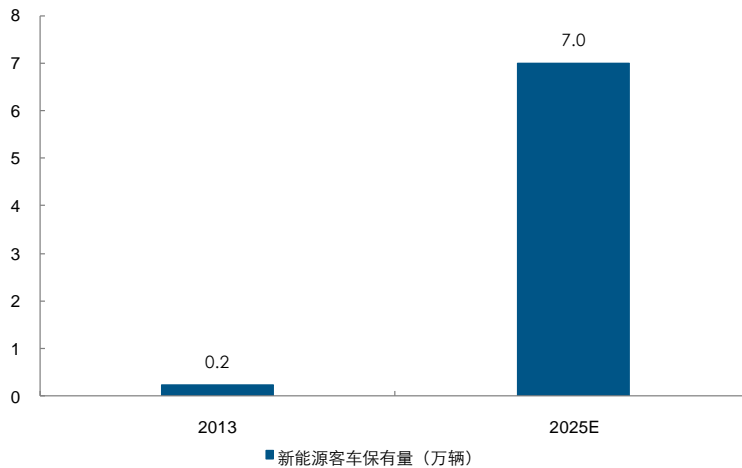
图 18：欧洲已采用新能源巴士城市分布图（图中标记均为已采用新能源客车的城市）



资料来源：UITP，长江证券研究所

目前欧洲公交客车保有量约 20 万辆，2013 年，欧洲新能源公交客车渗透率仅为 1.2%，但根据 UITP 调研发现，未来超过 40% 欧洲巴士运营商希望将旗下客车更换为新能源客车。根据 UITP 测算，至 2025 年新能源客车渗透率有望达 35%，则至 2025 年欧洲新能源公交客车保有量有望达 7 万台，相对 2013 年每年新能源公交车更新销量预计将达 6000 辆。

图 19：2025 年欧洲新能源公交客车保有量有望达 7 万台，渗透率 35%



资料来源：UITP，长江证券研究所

相比新能源规划而言，欧洲目前新能源产业化进程仍然较为落后。当前欧洲投入使用的绿色能源客车多采用天然气等其他绿色能源，而欧洲主要客车厂商对于新能源客车投产时间均在 2018 年之后，并且仍然只是小规模投产，例如沃尔沃 2018 年预计仅有 8 辆 7900 型纯电动车交付，戴姆勒于 2018 年底投产试运营车型，欧洲客车厂商要积累足够运营经验仍需时日。我国客车企业由于在新能源客车领域较早形成了产业化，并已经形成了较高产销规模，积累了丰富的运营经验，相比欧洲厂商而言产品、服务优势更为显著，有望在欧洲新能源化进程中占得先机。

表 4：欧美主要客车企业新能源客车产业化时间较晚

企业	内容
戴姆勒	将于 2018 年底投产，并在德国莱茵内卡大区试运营
曼	将于 2020 年之前投产纯电动巴士，届时不仅将现有巴士新能源化，也将推出全新车型
斯堪尼亚	2017 年底有 3 台巴士投入运营，2019 年初将新增 3 台，预计 2030 年之前实现电动化
沃尔沃	沃尔沃纯电动 7900 巴士于 2017 年投产，2017 年 9 月第一辆车开始试运营。而后哈罗盖特公交公司发出采购订单，2018 年预计交付 8 辆车

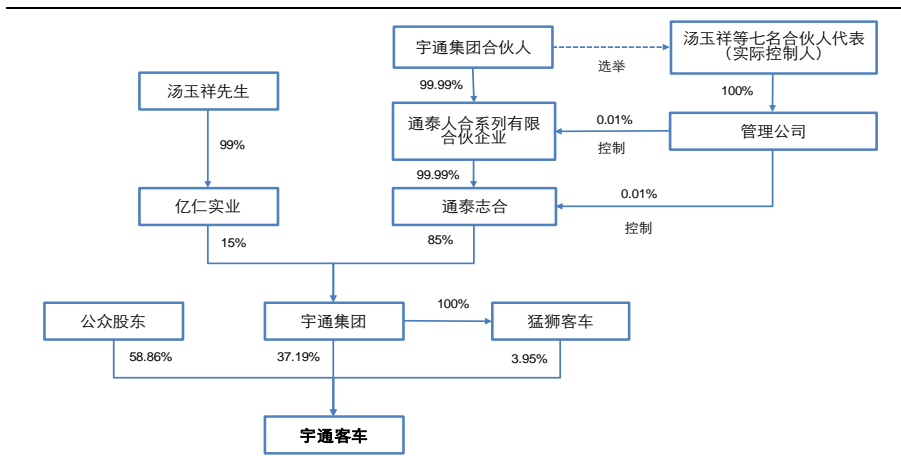
资料来源：戴姆勒、沃尔沃等公司官网，长江证券研究所

宇通的护城河是什么？

历经二十余载，铸就全球客车龙头

宇通客车于 1993 年成立于河南郑州，是一家集客车产品研发、制造与销售为一体的大型制造业企业。公司实际控制人为董事长汤玉祥等七人，直接+间接持有公司 37.19% 的股权。公司一直采用职业经理人模式，经过多年的发展，宇通综合实力居国内同行业领先地位。

图 20：宇通详细股权结构图



资料来源：公司年报，长江证券研究所

专注客车业务二十余载，打造核心竞争力。公司自 1993 年成立后，始终坚持自主创新，早在 2000 年，宇通就建成了客车行业首家博士后科研工作站；2013 年，宇通荣膺“国家技术创新示范企业”称号；2014 年，“国家电动客车电控与安全工程技术研究中心”落户宇通；2016 年，《节能与新能源客车关键技术研发及产业化》项目荣获国家科学技术进步奖二等奖，成为汽车行业首个因主导新能源项目而获奖的整车企业。

表 5：宇通重要的发展历程事件

时间	重大事件
1993年	实行股份制改造，成立“郑州宇通客车股份有限公司”
1997年	在上海证券交易所上市
2000年	建成客车行业首家博士后科研工作站
2002年	与德国MAN公司合作成立猛狮客车有限公司
2004年	行业内率先被评为“中国名牌”
2013年	荣膺“国家技术创新示范企业”称号
2014年	“国家电动客车电控与安全工程技术研究中心”落户宇通
2016年	《节能与新能源客车关键技术研发及产业化》项目荣获国家科学技术进步奖二等奖
2017年	连续第四年入选《财富》中国500强，名列第177位

资料来源：公司官网，长江证券研究所

宇通拥有齐全的客车产品谱系。不断创造具有质量、服务和成本综合优势的产品是宇通客车竞争优势的源泉。目前，公司已形成了 5 米至 18 米，覆盖公路客运、旅游、公交、团体、校车、专用客车等各个细分市场，包括普档、中档、高档等各个档次，国内 84 个产品系列，海外 68 个产品系列的完整产品链。

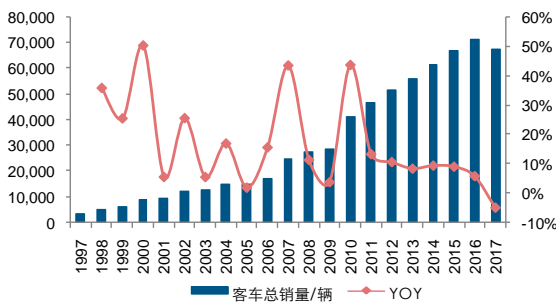
图 21：宇通客车产品谱系图

校车	企事业单位班车	房车	新能源客车	客运客车	旅游客车	公交客车	定制专用客车
							
10-20座	10-20座	A型房车	混合动力	5-6米	10-20座	5-6米	指挥车
21-30座	21-30座	B型房车	纯电动	6-7米	21-30座	6-7米	商务车
31-40座	31-40座	C型房车	其它	7-8米	31-40座	7-8米	摆盘车
41-50座	41-50座	拖挂式房车		8-9米	41-50座	8-9米	体检车
50座以上	50座以上			9-10米	50座以上	9-10米	救护车
				10-11米		10-11米	教练车
				11-12米		11-12米	工程车
				12-13米		12-13米	机场摆渡车
				13米以上		13米以上	全铝公交车
							商品展示车
							厢货车

资料来源：宇通官网，长江证券研究所

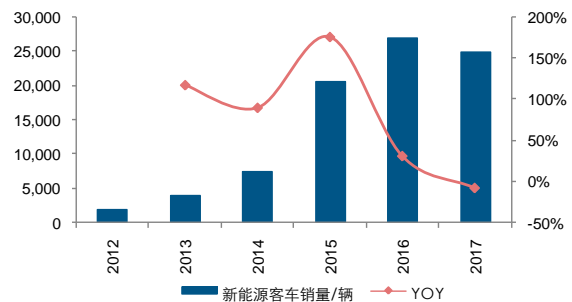
稳步成长，跃居全球客车龙头。过去二十年宇通客车销量取得持续增长：1997 年销量仅 3458 辆；2004 年销量便达到 14584 辆，成为中国大中型客车销量最大的企业；2011 年销量 46688 辆，成为全球大中型客车单厂销量最大的客车企业。除此之外，宇通在新能源客车领域更是表现出色，2016 年宇通销售新能源客车 26856 辆，销量稳居全球第一，2017 年在行业低迷背景下新能源客车销量仍达到 24865 辆。

图 22：宇通客车销量取得持续增长



资料来源：公司年报，长江证券研究所

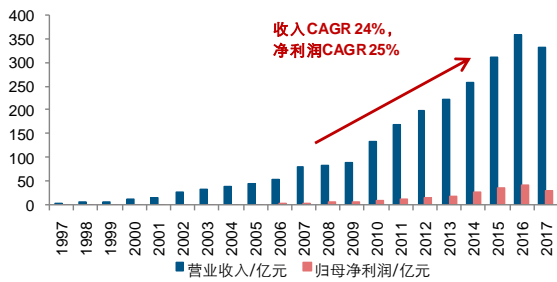
图 23：近年来宇通新能源客车销量快速增长



资料来源：公司年报，长江证券研究所

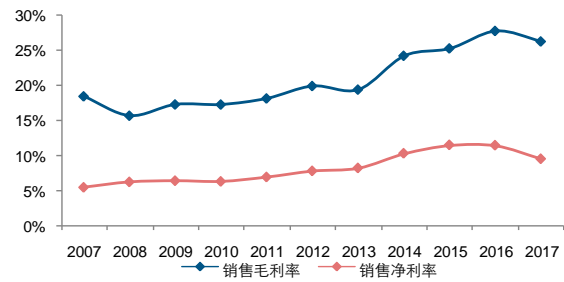
稳健的财务表现,优秀的盈利能力。过去 20 年宇通收入和利润均取得持续成长,由 1997 年的 4.37 亿收入、0.43 亿利润增长到 2017 年的 332 亿收入、31.29 亿利润,业绩复合增速达到 25%。凭借凸显的规模效应和较好的成本控制能力,近年来宇通盈利能力整体呈提升态势,叠加新能源客车渗透率快速提升,2016 年宇通毛利率 27.82%、净利率 11.44%,盈利能力创历史新高。受新能源汽车补贴大幅退坡影响,2017 年宇通盈利能力出现小幅下滑。

图 24: 过去 20 年宇通客车收入和利润均取得持续成长



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 近年来宇通客车盈利能力整体呈提升态势

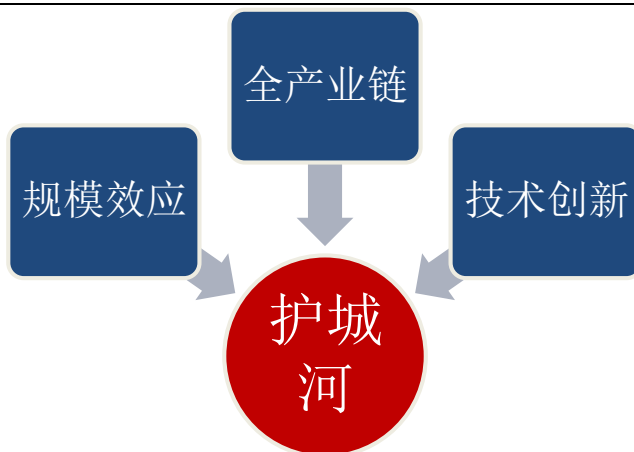


资料来源: Wind, 长江证券研究所

规模、全产业链、技术创新构筑宇通的护城河

历经二十余载,宇通之所以能从郑州的本地小厂成长为走向全球的客车龙头,背后的原因是宇通是真正具有宽广护城河的企业。我们认为宇通具有三大护城河: **规模效应为基础、全产业链布局带来加成、持续的技术创新为核心**。宇通的护城河不仅帮助公司稳步成长,而且铸就了宇通优于同行的高盈利能力。

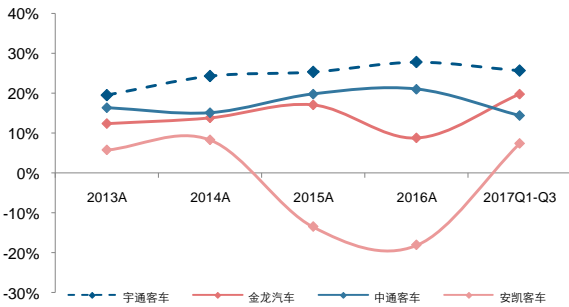
图 26: 宇通具有三大护城河



资料来源: 长江证券研究所

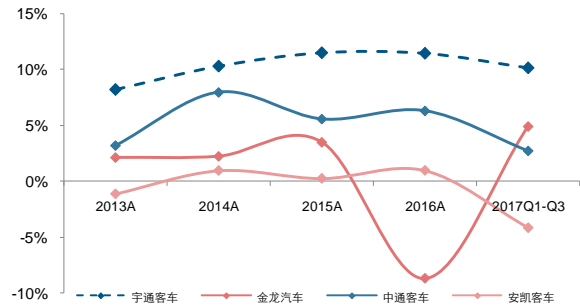
与业内同行相比，宇通盈利能力远远超出竞争对手。毛利率角度，宇通客车 2016 年及 2017 年前三季度毛利率分别高达 27.82% 和 25.66%，明显高于其他客车企业；净利率角度，宇通客车 2016 年及 2017 年前三季度净利率分别高达 11.44% 和 10.16%，同样远高于其他客车企业。我们认为这主要是受益于宇通的规模效应+全产业链+技术创新三方面因素。

图 27：宇通销售毛利率远高于其他客车公司



资料来源：Wind, 长江证券研究所

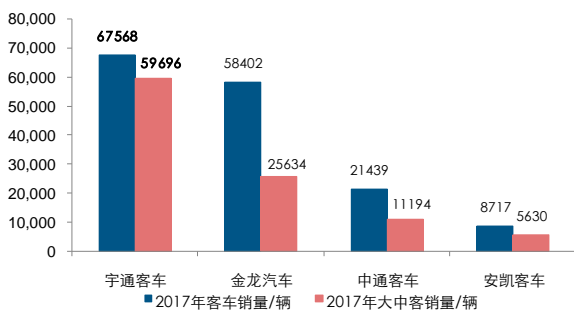
图 28：宇通销售净利率远高于其他客车公司



资料来源：Wind, 长江证券研究所

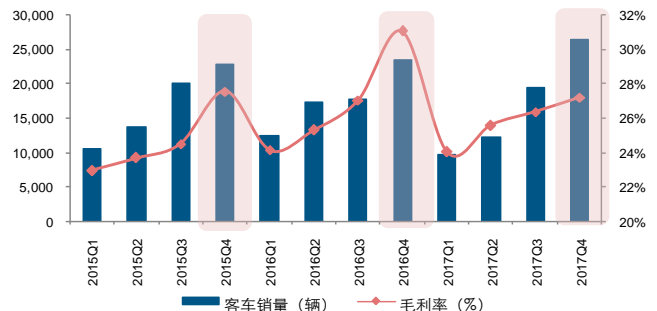
宇通的客车产销规模远超出竞争对手，有利于发挥规模效应。客车制造业具备劳动密集型和资本密集型的双重特点，产销规模越大越有利于分摊固定成本，有利于提升盈利能力。1) 宇通 2017 年客车销量达到 67568 辆，销售规模远超中通和安凯，仅金龙规模较接近；具体到盈利能力更强的大中客产品，宇通 2017 年中大客销量高达 59696 辆，接近金龙销量的 2 倍，更是远超中通和安凯。2) 宇通自身毛利率走势也能充分反映规模效应的影响：四季度为客车采购旺季，宇通单季销量一般为全年峰值，规模效应更加明显，宇通四季度毛利率达到全年最高水平。

图 29：宇通客车年销量远超出其他客车公司



资料来源：公司公告, 长江证券研究所

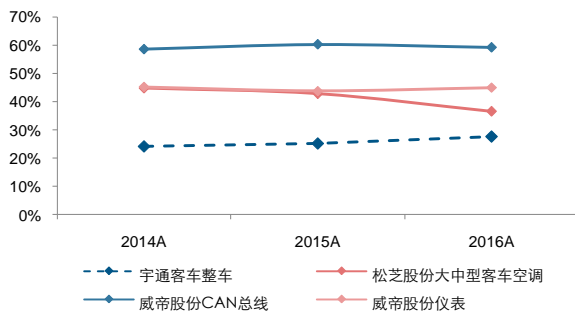
图 30：宇通四季度毛利率为全年最高水平



资料来源：Wind, 公司公告, 长江证券研究所

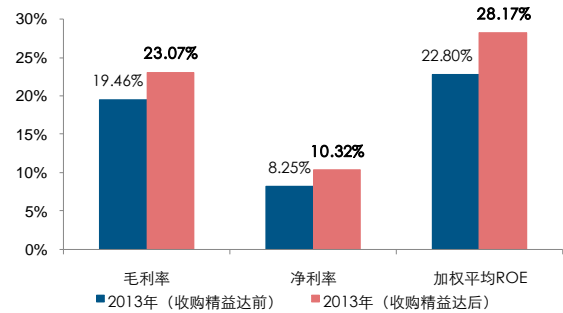
宇通重视全产业链布局，有利于降低成本提升盈利能力。客车行业普遍采用以销定产、按单制造的运营模式，带来“多品种、小批量”的定制化零部件产品需求，导致客车零部件产品盈利能力远高于客车整车，大型客车企业通过自产零部件有助于降低生产成本。宇通重视全产业链布局，于2014年12月完成收购精益达（主营产品包括空调、车桥、悬架、线束、门总成及其他汽车零部件），增强协同效应，加强从原材料到产品生产过程中的成本及质量控制，明显增强了宇通的盈利能力。

图 31：客车零部件产品毛利率远高于客车整车



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 32：宇通收购精益达后盈利能力明显增强

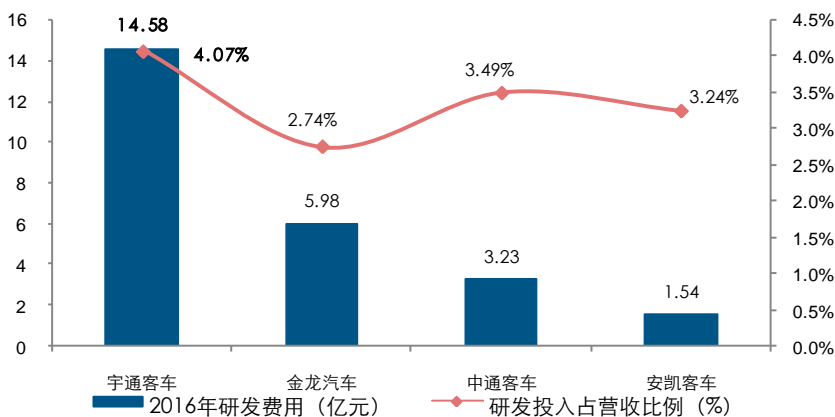


资料来源：公司公告，长江证券研究所

注：该测算为假定2013年1月1日已完成收购精益达

抢占技术与产品制高点，技术创新成就宇通核心竞争力。宇通专注于客车领域关键技术的自主研发，通过多年来的自主研发和系统的技术创新，逐步掌握了新能源、智能化、安全、节能、舒适、环保等技术并持续领先，形成相应的领先技术和产品优势。我们认为持续不断的技术研发创新为宇通的核心竞争力，助力公司抢占技术与产品制高点，领先的产品力保证公司拥有优于行业的产品价格和盈利能力。研发投入角度，宇通客车2016年研发费用高达14.58亿元，占营收比例达到4.07%，不论是研发投入绝对规模和营收占比均高于其他客车企业。持续不断的高比例研发投入有助于宇通保持领先的技术优势。

图 33：宇通研发投入远超出同行水平

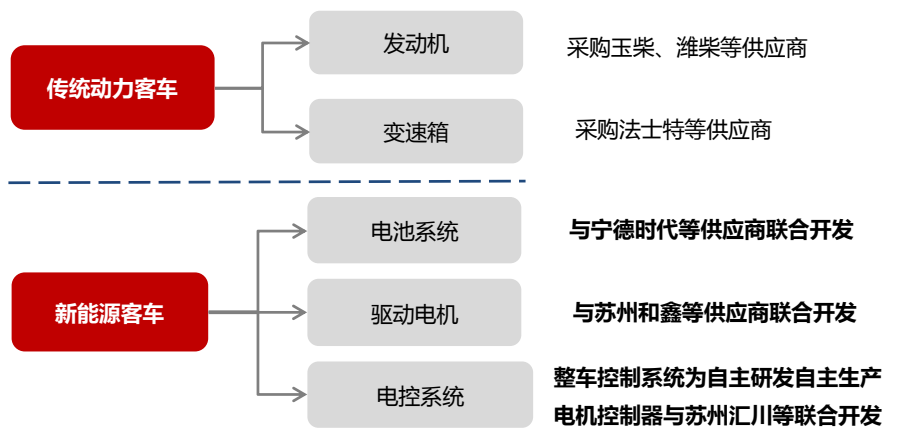


资料来源：公司年报，长江证券研究所

宇通新能源客车竞争优势更突出

宇通在传统客车领域具有规模、全产业链、技术三大竞争优势，我们认为在新能源客车领域，宇通的竞争优势不仅没有弱化，反而进一步加强。相比传统客车，宇通在新能源客车动力总成的参与程度更高，更有利于取得竞争优势。1) 传统客车领域，宇通发动机采购玉柴、潍柴等供应商，变速箱采购法士特等供应商，同行企业基本也是采购同样供应商的产品，因而宇通较难在动力总成方面有明显的领先优势。2) 新能源客车领域，宇通整车控制系统为自主研发自主生产，集成式电机控制器、驱动电机、和动力电池系统均与行业综合实力排名前列的供应商联合开发，且与宁德时代、苏州汇川等电池、电控方面的知名供应商签订战略合作协议，通过整合行业资源，研制出技术领先有竞争力的零部件，支撑公司新能源客车的技术领先。

图 34：宇通新能源客车三电均为与行业领先供应商联合开发



资料来源：公司年报，长江证券研究所

宇通独有的电动客车控制系统——睿控构筑新能源客车核心竞争力。电控技术是电动客车核心技术，通过电控系统使整车控制、车载能源、电附件、电机驱动、动力五大系统高效运转。2016年1月8日，宇通《节能与新能源客车关键技术研发及产业化》项目荣获2015年度国家科学技术二等奖，国家科学技术进步奖的核心成果就是睿控。宇通睿控技术是由电动四化和智能四化组成的尖端科技：电动四化，是指驱动、转向、冷却与制动四方面的电动化；智能四化，包含电池管理智能化、整车能量管理智能化、车辆数字化和智能化以及充电自动化和智能化。宇通睿控经市场累计万台以上销量，睿控技术智能、成熟而且高效。业界领先的睿控技术构筑宇通新能源客车核心竞争力。

图 35: 宇通睿控技术



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

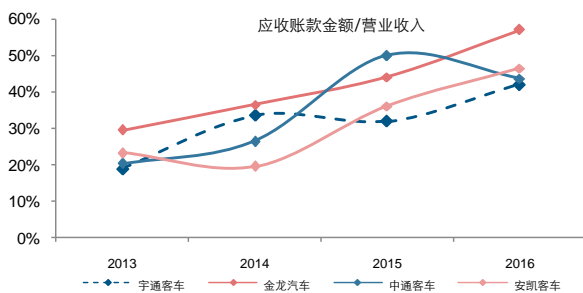
图 36: 宇通睿控具有电动四化和智能四化的特点



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

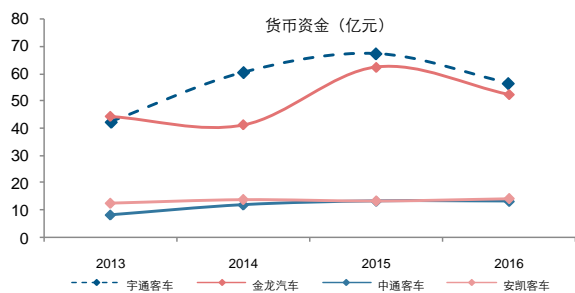
相比传统客车, 新能源客车销售对于车企资金实力要求更高, 拥有领先于同行的资金实力进一步构筑宇通竞争优势。根据国家政策, 新能源汽车生产企业在销售新能源汽车产品时按照扣减补助后的价格与消费者进行结算, 中央财政按程序将企业垫付的补助资金再拨付给生产企业, 因而客车企业销售新能源客车均需要垫付国家补贴, 增加了客车企业应收账款金额。数据显示, 随着近年来新能源客车的快速放量, 客车企业应收账款金额占收入比例持续提升, 宇通、金龙等企业 2016 年应收账款金额占收入比例均达到 50% 左右的新高。2016 年 12 月 30 日, 四部委发布《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 明确要求非个人用户购买的新能源汽车申请补贴, 累计行驶里程须达到 3 万公里, 且该政策还追溯至 2016 年销售的新能源汽车, 进一步拉长了新能源客车国补到账的周期, 车企现金流状况进一步恶化。2018 年 2 月 12 日, 四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 将大部分车型新能源汽车申请财政补贴的运营里程要求调整为 2 万公里, 车企现金流状况稍有缓解。总的来看, 新能源客车销售对于车企资金实力要求较高。分车企看, 受益于行业领先的规模, 宇通客车资金实力同样领先于同行, 有利于公司新能源客车业务的发展。

图 37: 新能源客车放量导致企业应收账款金额占收入比例大幅提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 38: 宇通资金实力领先于同行



资料来源: Wind, 长江证券研究所

宇通提供客户纯电动客车整体解决方案，综合服务能力强。2014年11月，宇通客车率先发布了国内首个“纯电动客车整体解决方案”，从产品、配套、服务、金融四方面着手，一揽子解决新能源客车商业化推广中面临的难题。1) 产品性能方面，宇通推出的E系列纯电动客车，在使用安全、电池性能、电控技术、整车可靠性等多方面均树立起行业“硬标准”。2) 充电配套方面，方案推出充电、换电，多种建站合作模式，可根据企业自身情况及实际需要进行定制化建设。3) 售后服务方面，宇通提供专人专车全程跟踪服务。4) 金融支持方面，宇通提供按揭、电子承兑汇票、融资租赁等多模式融资方式，并设立了“10亿元新能源产业发展基金”。我们认为，纯电动客车购买和运营比传统客车复杂很多，宇通提供的一揽子解决方案有利于更好地满足客户需求，提升客户满意度，有利于公司新能源客车业务的发展。

图 39：宇通纯电动客车整体解决方案



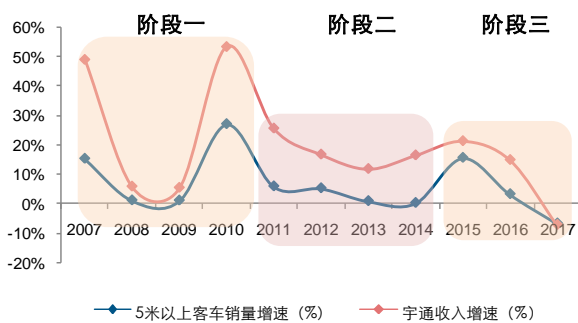
资料来源：宇通官网，长江证券研究所

宇通未来收入成长性如何？

过去 20 年宇通客车收入取得持续成长，我们大致可以将宇通收入增长划分为三个阶段：

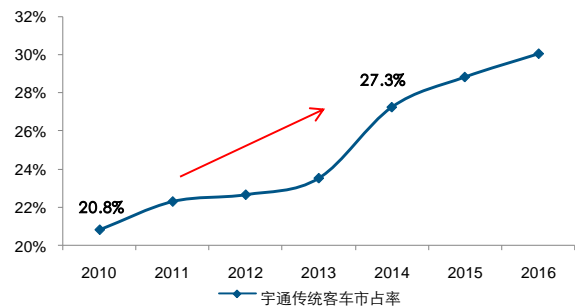
1) 阶段一：2010 年以前，跟随行业一起成长。随着我国经济水平的不断提高，城镇人口持续增加，推动城镇化率不断升高，2010 年以前我国客车销量保持较快增长，这个阶段宇通收入增长主要是跟随行业增长。2) 阶段二：2010 年-2014 年，市场份额持续提升。2010-2014 年客车行业销量复合增速 3%，宇通收入复合增长 17.5%，这个阶段宇通主要依靠市占率提升实现远超行业增长。3) 阶段三：2015 年至今，新能源驱动为主导。2015 年为我国新能源客车大幅放量元年，新能源客车渗透率达到 37%，且渗透率仍在逐步提升。客车新能源化开启了宇通新一轮成长阶段。

图 40：宇通收入增长大致可以分为三个阶段



资料来源：中客网，Wind，长江证券研究所

图 41：宇通传统客车市占率由 2010 年 20.8% 提升至 2014 年 27.3%



资料来源：中客网，长江证券研究所

展望未来，我们认为宇通客车主业增长将主要来自三方面：1) 国内市场，宇通将依靠市占率提升带来超越行业增长，尤其是目前市占率较低的新能源客车领域。2) 客车新能源化趋势不可逆，宇通新能源客车渗透率仍会继续提升。3) 出口市场，作为全球客车龙头，宇通传统客车和新能源客车均具备很强竞争力，出口潜力巨大。

新能源客车市占率和渗透率双升贡献增长

从历年政策可看出，新能源客车补贴已开始加速退坡，且技术门槛逐步提高，将促进市场份额向龙头集中。1) 国家补贴金额上限持续减少。2016 年满足条件的纯电动客车国家补贴金额最高可达 50 万元，2017 年则降低至 30 万元。2018 年政策规定非快充类纯电动客车补贴标准为 1200 元/kWh，相比 2017 年的 1800 元/kWh，减少了 33%，且各车型单车补贴上限均有 40% 的补贴退坡，退坡幅度较大。2) 技术门槛逐年提高。2018 年政策要求单位载质量能量消耗量 (Ekg) 不高于 0.21Wh/km·kg，电池系统能量密度不低于 115Wh/kg，相比 2017 年政策 0.24Wh/km·kg 和 85Wh/kg 均有明显提升。

表 6：新能源客车补贴金额持续退坡，且技术门槛逐步提高

	2016	2017	2018
单车最高补贴 (万元)	50	30	18
中央财政补贴标准(元/kWh)	无	1800	1200
系统能量密度下限 (Wh/kg)	无	85	115

单位载质量能量消耗量上限Ekg (Wh/km·kg) 0.7 0.24 0.21

资料来源：工信部，长江证券研究所

宇通客车主打产品 Ekg 居于行业领先地位，技术水平出众。目前行业内习惯以 Ekg 来评价纯电动客车技术水平，Ekg 越低表明技术水平越高。我们选出 2017 年新能源客车产量前十的客车企业，计算各企业新能源客车产量前三车型的 Ekg，发现只有宇通产量前三车型全部位于最低 Ekg 前十名，可见宇通新能源客车技术水平居于行业领先地位。

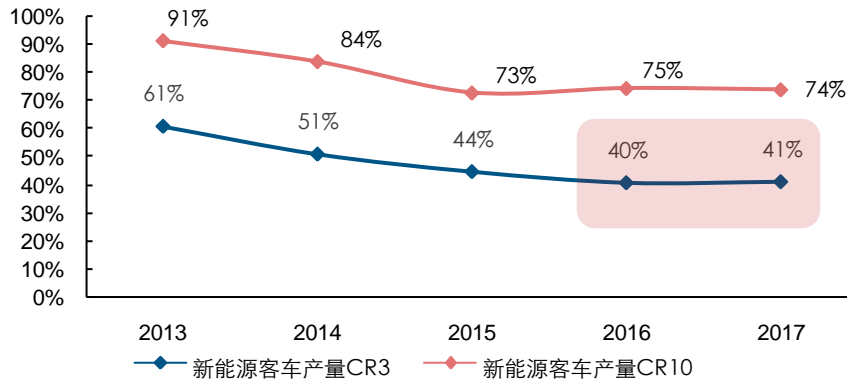
表 7：宇通新能源客车 Ekg 较低，技术水平较高

2017年产量(辆)	车企	型号	Ekg(Wh/km·kg)
680	宇通客车	ZK6115BEVZ51	0.16
1837	宇通客车	ZK6105BEVG23	0.16
355	北汽福田	BJ6805EVCA-8	0.17
194	中通客车	LCK6812EVGA	0.17
525	金龙汽车	XML6850AGBEVL4	0.18
267	南京金龙客车	NJL6100BEV40	0.18
602	中国重汽	JK6116HBEVQA10	0.18
4243	宇通客车	ZK6805BEVG11	0.18
410	北汽福田	BJ6117EVUA-3	0.19
704	比亚迪	BYD6121LGEV3	0.20
1421	中车时代	TEG6106BEV11	0.21
718	中通客车	LCK6809EVGW	0.21
2006	珠海广通汽车	GTQ6121BEVBT3	0.21
181	中国重汽	JK6806GBEV4	0.21
501	上海申龙客车	SLK6819UEBEVJ1	0.21
206	南京金龙客车	NJL6117BEV31	0.22
100	中国重汽	JK6106GBEV4	0.22
1795	北汽福田	BJ6123EVCA-37	0.22
10	中车时代	TEG6851BEV09	0.22
813	中车时代	TEG6110EV05	0.22
648	中通客车	LCK6108EVK	0.22
1192	比亚迪	BYD6810LZEV4	0.22
3157	比亚迪	BYD6100LGEV3	0.23
654	珠海广通汽车	GTQ6119BEVH1	0.23
866	金龙汽车	XML6855JEVW0C	0.25
294	南京金龙客车	NJL6806BEV12	0.25
932	上海申龙客车	SLK6118ALE0BEVS6	0.26
492	金龙汽车	XML6105JEVD0C1	0.26
307	珠海广通汽车	GTQ6105BEVBT11	0.27
1003	上海申龙客车	SLK6108ALE0BEVY1	0.27

资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所测算

补贴快速退坡背景下，新能源客车行业集中度有望逐步提升。由于前两年补贴金额较高且行业门槛较低，吸引了众多中小企业参与新能源客车制造和销售，近年来新能源客车产量 CR10 呈下降趋势，但 2017 年 CR3 已企稳回升。新能源客车行业 CR10 从 2013 年 91% 下降到 2017 年 74%，CR3 也从 2013 年 61% 下降至 2016 年 40%，但 2017 年开始企稳回升，可见市场份额正向行业龙头集中。

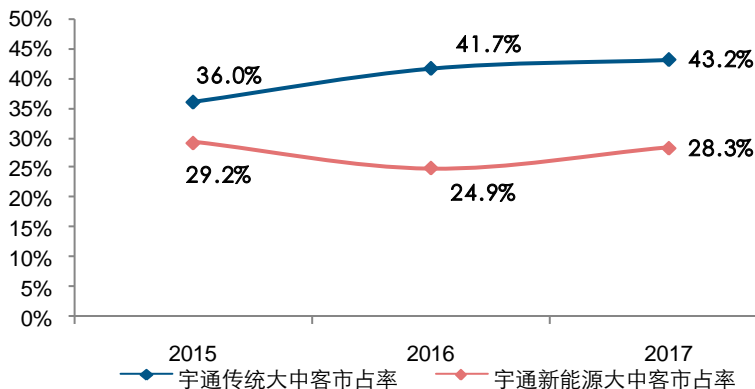
图 42：近年来新能源客车产量 CR10 下降，2017 年 CR3 企稳回升



资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所

宇通新能源客车市占率有望持续提升，逐步向传统客车看齐。在行业发展初期的 2015 年，宇通新能源大中客市占率达到 29.2%，随着 2016 年行业爆发，宇通市占率快速下降至 24.9%，在补贴退坡和技术门槛提升背景下，2017 年宇通市占率快速提升至 28.3%，但仍远低于公司传统大中客市占率。我们认为未来随着补贴进一步退坡和技术门槛继续提升，中小客车企业产能有望逐步出清，宇通新能源客车市占率有望进一步提升，逐步向传统客车看齐。

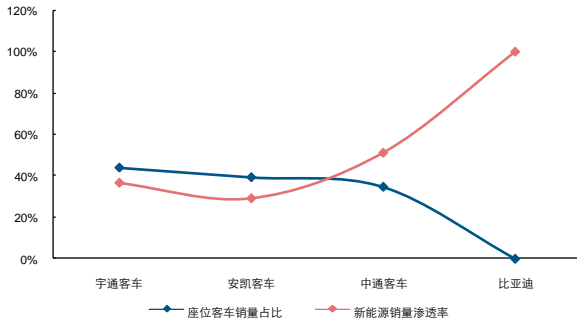
图 43：2017 年宇通新能源客车市占率快速提升，但仍远低于传统客车



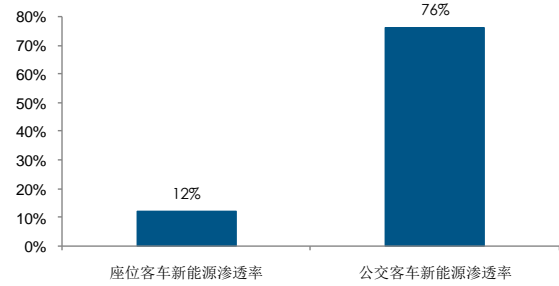
资料来源：中客网，长江证券研究所

宇通座位客车销量占比较高，导致新能源客车渗透率低于同行。根据中客网数据，我们统计了主要客车企业销量结构，发现座位客车销量占比较低的企业新能源客车渗透率较

高。2017年宇通新能源客车渗透率在36%，而中通和比亚迪则分别在51%和100%，主要是因为目前行业座位客车新能源渗透率远低于公交客车新能源渗透率，宇通的座位客车销量占比为44%，而比亚迪售出的客车则几乎全部为公交客车。

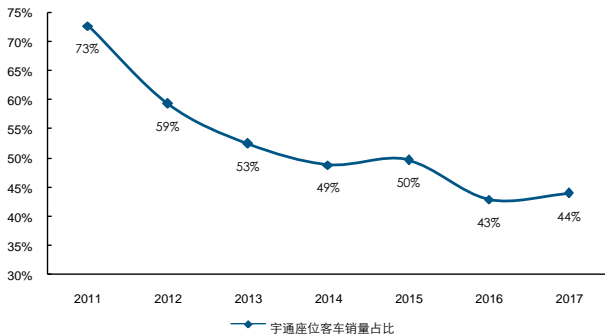
图 44：座位客车销量占比较低的企业新能源渗透率较高（2017）


资料来源：中客网，长江证券研究所

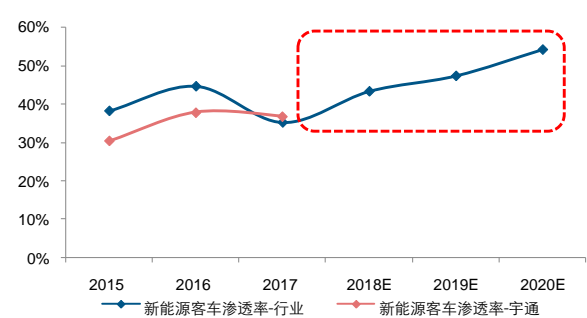
图 45：座位客车新能源渗透率远低于公交客车（2017）


资料来源：中客网，长江证券研究所

宇通将充分受益座位客车电动化带来的新能源渗透率提升。近年来，随着新能源客车销量快速增长，宇通座位客车销量占比有所下降，但2017年占比仍有44%。2017年我国新能源客车销量8.7万辆，客车行业新能源渗透率为35%，随着座位客车逐步电动化以及公交存量新能源渗透率继续提升，预计2020年我国新能源客车销量接近13万辆，客车行业新能源渗透率提升至54%，宇通整体新能源渗透率也将跟随行业有所提升。由于新能源客车产品售价高于传统客车，新能源渗透率提升将为宇通收入贡献增长。

图 46：宇通座位客车销量占比较高


资料来源：中客网，长江证券研究所

图 47：宇通新能源客车渗透率将跟随行业提升


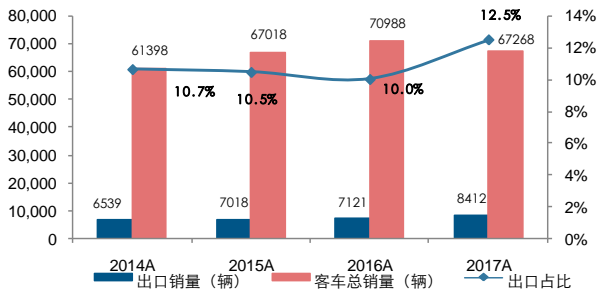
资料来源：中客网，长江证券研究所

出口市场、高端产品 T7 打造新的增长点

宇通独创中国制造出口的“古巴模式”，产品远销全球。2001年，随着中国加入了WTO，宇通决定开始涉足海外市场。凭借优良的产品品质和令客户满意的服务，宇通首先在古巴实现突破，2005年宇通第一批12辆豪华旅游客车进入古巴市场，直到目前宇通在古巴进口市场占有率超过90%。之后宇通将“古巴模式”复制到其他出口市场，取得了接二连三的成功。目前，宇通已经形成拉美、独联体区、中东、亚太区、非洲区、欧美区六

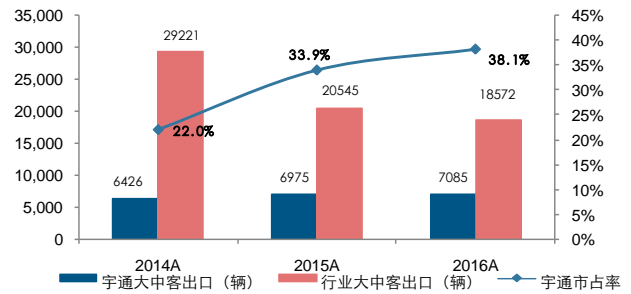
大区域的发展布局，覆盖 120 多个国家和地区，还进入法国、英国、以色列等高端市场。2017 年宇通实现客车出口 8412 辆，占总销量比例 12.5%。近年来宇通大中客出口市占率逐步提升，2016 年达到 38.1%，再次展现了客车霸主地位。宇通客车产品品质和服务俱佳，竞争力强，预计五年左右时间公司客车出口销量有望超过 2 万台。

图 48：2017 年宇通出口销量占总销量比例达到 12.5%



资料来源：宇通年报，长江证券研究所

图 49：宇通大中客出口市占率逐步提升，2016 年达到 38.1%



资料来源：中客网，宇通年报，长江证券研究所

宇通新能源客车竞争力强，出口潜力大。宇通出口产品目前主要为传统客车，且传统客车出口主要集中在亚非拉等区域，欧美市场由于拥有几大传统客车车企（斯堪尼亚、曼、戴姆勒、沃尔沃等），宇通突破面临一定难度。但是在新能源客车市场，欧美客车企业大多处于刚投产或即将投产的阶段，而宇通不仅产销规模居全球首位，且积累了大量的运营经验，宇通的新能源客车产品在全球市场具备很强的竞争力，未来有很大出口空间。

图 50：2015 年比利时客车展，宇通展示为欧洲定制的 12 米纯电动客车



资料来源：宇通官网，长江证券研究所

宇通 T7 开启中国商务车新纪元。2015 年宇通推出 T7 高端商务接待车，2017 年宇通 T7 柴油版 T7D 上市，对标车型为一汽丰田柯斯达、丰田考斯特等合资以及外资进口高端商务中巴。宇通 T7 整车车身 72%镀锌板，关键零部件全球优选，拥有 6 项主被动安全技术。作为宇通倾尽全力的一款实力之作，T7 在国内客车业中巴车型中率先通过了高原、高温、高寒等“三高”试验，并一次性通过符合国家标准的侧翻试验。

图 51：宇通 T7 示意图



资料来源：宇通官网，长江证券研究所

图 52：宇通 T7 拥有 6 项主被动安全技术



资料来源：宇通官网，长江证券研究所

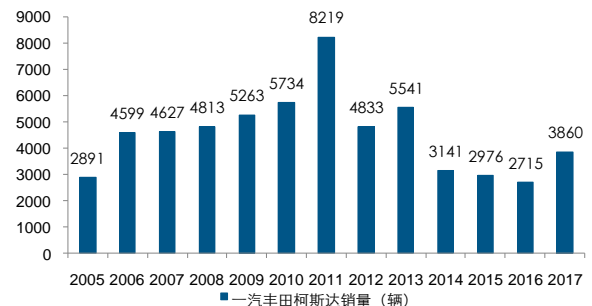
丰田柯斯达垄断中国商务中巴市场十余载，宇通 T7 有望打破外资垄断。一汽丰田于 2004 年将丰田汽车旗下的中巴品牌 COASTER 引进国内生产，并命名为柯斯达。凭借过硬的产品品质，一汽丰田柯斯达年销量保持在三四千辆水平，累计销量更是高达 70000 辆，成为我国商务中巴市场的佼佼者。宇通 T7 上市以来出色完成了抗战胜利 70 周年大阅兵、2015 年上合总理会、2016 年 G20 杭州峰会，以及连续两届全国两会和博鳌亚洲论坛等重大国事活动的交通服务保障工作。我们认为 T7 在高端商务中巴领域具有较大的进口替代空间，为宇通打造新的增长点。

图 53：一汽丰田柯斯达示意图



资料来源：一汽丰田官网，长江证券研究所

图 54：一汽丰田柯斯达历年销量稳定在三四千台左右

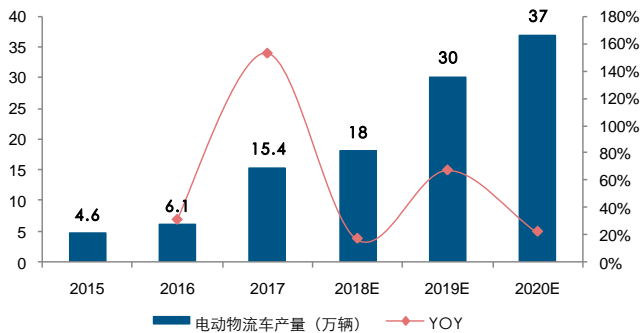


资料来源：中汽协，长江证券研究所

试点布局电动物流车，有望打造全新增长极

政策支持+良好经济性，电动物流车迎来发展机遇，预计 2018 年产量 18 万辆。1) 路权是驱动电动物流车发展的核心动力，国家对于符合标准的新能源配送车辆给予通行便利，竞争优势非常明显；2018 年财政补贴政策中将运营里程三万公里要求下调至两万公里，有助于缓解车企资金压力。2) 相较于传统燃油车，电动物流车经济性佳，充电费用远小于燃油费，用车成本低。2017 年行业快速发展，电动物流车产量 15.4 万辆，同比增长 153%。通过预测电动物流车可替代的中重卡、轻卡、微卡等车型产量，我们预计 2018 年电动物流车产量将达到 18 万辆。

图 55：预计 2018 年电动物流车产量有望达到 18 万辆



资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所

电动物流车行业内竞争者良莠不齐，宇通作为成熟的新能源商用车企，拥有较为成熟的研发和制造经验。电动物流车由于制造技术门槛较低，补贴驱动下大量企业涌入，不同企业产品质量参差不齐。根据第一电动网对一线运营的电动物流车调研结果，显示产品质量和运营效果均不容乐观。由于目前运营稳定性尚不能与燃油物流车相比，使得下游用户在使用电动物流车时相对谨慎，制约了电动物流车行业的发展。而宇通客车在客车行业拥有 20 多年的经验，产业链布局完善，研发投入规模大，具有强有力的品质保证。

表 8：电动物流车运营效果一线调研结果

车辆代号	质量评估	能否满足运营要求	具体表现
车辆1	过关	满足	无质量问题、无故障
车辆2	严重	基本满足	存在较大质量问题
车辆3	过关	基本满足	未出现较大故障，车刚使用
车辆4	过关	满足	未出现较大故障
车辆5	极其严重	不满足	五大质量问题：续航里程虚、充电不满、充电发热大、挂挡难、震动大
车辆6	极其严重	不满足	五大质量问题：续航里程虚、充电不满、充电发热大、挂挡难、震动大
车辆7	严重	基本满足	四大问题：有两次熄火；刹车有时失灵；车门打不开；自动档位不清不好挂
车辆8	严重	满足	续航不足

资料来源：第一电动网，长江证券研究所

宇通纯电动物流车已下线，并进入推广目录。2017 年第九批新能源推广目录中，宇通有三款厢式运输车入选，其纯电动续航里程可达 300km 以上，三款厢式运输车的电池系统能量密度均在 115Wh/kg 以上，技术指标优异，开启宇通进军物流车行业之路。

表 9：宇通电动物流车参数一览

车辆型号	产品名称	车长 (mm)	纯电动续航里程 (km)	整车整备质量 (kg)	动力蓄电池组总质量 (kg)	动力蓄电池组总能量 (kWh)
ZK5042XXYBEV1	纯电动厢式运输车	5495	305	3100/3200	614	73
ZK5042XXYBEV2	纯电动厢式运输车	5492	350	3100/3200	636	83
ZK5043XXYBEV1	纯电动厢式运输车	5995	335	3300/3400	696	83

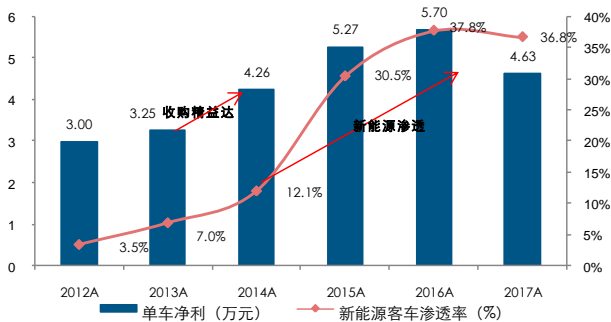
资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所

宇通盈利能力变化趋势如何？

新能源补贴退坡对于宇通单车盈利拖累有限

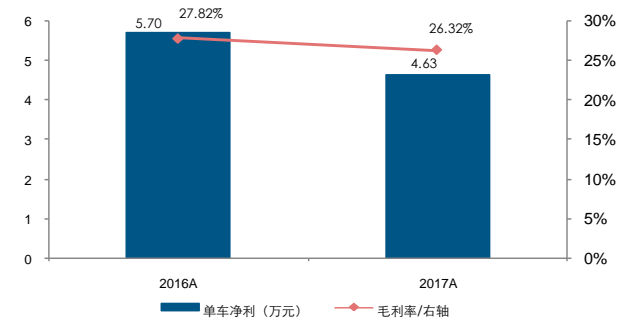
近年来宇通客车单车净利持续提升，新能源补贴大幅退坡背景下 2017 年单车净利小幅下滑。我们以归母净利润除以客车销量表征宇通的单车净利，受益收购精益达带来宇通 2014 年单车净利明显提升，此外公司 2015 和 2016 年单车净利提升较快主要是受益于盈利状况更好的新能源客车大幅放量，占总销量比例由 2014 年的 12.06% 提升至 2016 年的 37.83%。2017 年新能源汽车补贴政策出现大幅调整，8-10 米、10 米以上纯电动客车单车补贴上限分别为 20 万元、30 万元，同比均减少 20 万元。补贴大幅退坡背景下，2017 年宇通毛利率为 26.32%，同比下滑 1.5 个百分点；宇通单车净利 4.63 万元，同比减少 1.07 万元，单车净利有所下滑但幅度不大，表明补贴退坡对于宇通盈利能力的拖累有限。我们判断宇通作为新能源客车绝对龙头车企，凭借强大的产业链地位能同时向上游供应商和下游用户转嫁补贴退坡，宇通自己承担的补贴退坡金额相对有限。

图 56：近年来宇通客车单车净利呈提升态势



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

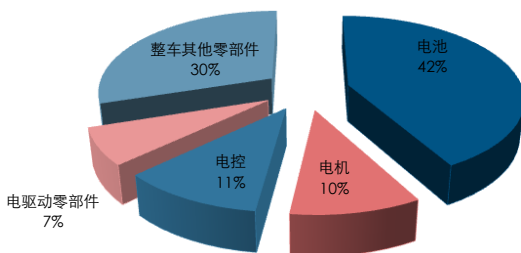
图 57：2017 年宇通单车净利小幅下滑



资料来源：Wind，长江证券研究所

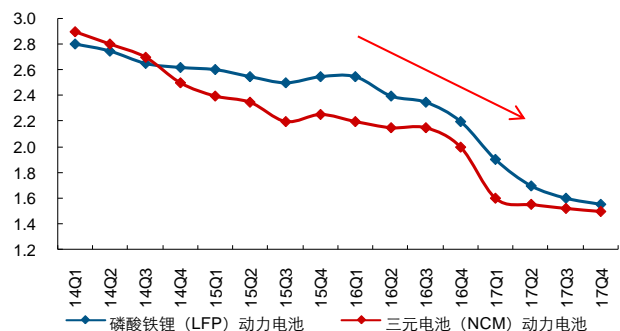
转嫁 1：动力电池价格呈较快下降，电池供应商承担一定程度的补贴退坡。三电成本占比较大，一般电池占整车成本 40% 左右，电机电控占 20% 左右。受益于技术进步和规模效应，动力电池价格下降较快，纯电动客车使用的磷酸铁锂电池价格已由 2016 年底的 2.20 元/Wh 下降至 2017 年底的 1.55 元/Wh，同比下降 30%。根据工信部等三部委印发的《汽车产业中长期发展规划》，到 2020 年动力电池系统成本将降至 1 元/Wh 以下。随着动力电池成本快速下降，电池供应商相当于帮助车企承担了一定程度补贴退坡。

图 58：电池占新能源汽车成本超过 40%



资料来源：中国产业信息网，长江证券研究所

图 59：动力电池价格呈较快下降趋势（单位：元/Wh）



资料来源：高工锂电，长江证券研究所

转嫁 2：客车产品采购适用 LCC 理念，纯电动客车经济性明显决定下游用户能接受整车厂提价行为。LCC（全生命周期成本，Life Cycle Cost，简称 LCC），是指产品在有效使用期间所发生的与该产品有关的所有成本，涵盖初置成本、运行成本、养护成本、维修成本和最终残值。LCC 理念核心在于：单件产品的采购成本不足以说明产品总成本的高低，决策人员不应把采购成本和使用维护成本分割开来考虑，而必须把这几者结合起来，作为产品的全生命周期成本进行总体考虑。根据宇通的研究分析，目前国内客车的采购成本大概在 15%左右，而后期客车使用中持续产生的燃料成本、维保成本等已占到了客车全生命周期成本的 70%。我们认为纯电动客车 LCC 经济性十分明显，未来补贴退坡过程中整车企业具备向下游用户提价的能力。以宇通某北方客户为例，相比传统柴油车，以 35 万元单价采购 20 辆纯电动 E8，运营五年生命周期内可以节省超过 700 万元的总成本，平均每辆车可以节省 36 万元。根据 LCC 理念，理想情况下，宇通 E8 产品售价可以高达 71 万元，远高于传统柴油车 32.6 万元的售价。

表 10：宇通北方客户同线路 8 米纯电与传统车成本比较

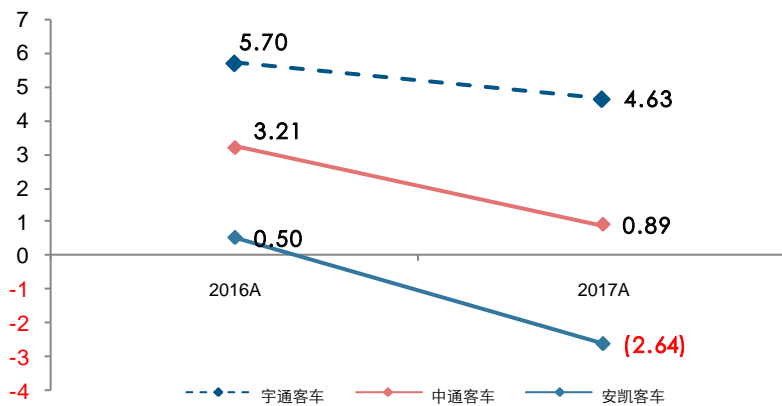
车型	宇通E8（纯电）	同线路传统车（柴油）	备注
数量	20	20	
单趟运营里程（km）	10	10	
日运营趟次	11	11	
日运营里程（km）	110	110	
购置成本	35万元	32.6万元	
充电站成本	55万元	0	
1年电费/油费成本	2.34万元	5.75万元	节省59%
1年维修保养成本	0.14万元	0.42万元	节省67%
运营补贴	24万元	5.61万元	
预计5年生命周期成本	482万元	1200万元	节省60%

资料来源：宇通客车官网，长江证券研究所

注：根据财政部等三部委《关于完善城市公交车成品油价格补助政策，加快新能源汽车推广应用的通知》，8 米的纯电动公交车 2015 - 2019 年每年有 6 万元的运营补贴，2020 年以后根据城市公交车用能结构情况另行确定。该北方客户于 2016 年购车，暂时不考虑 2020 年的运营补贴，则 5 年生命周期内可获得 24 万元运营补贴。

强大的产业链地位助力补贴退坡转嫁，宇通 2017 年单车净利下降幅度小于同行。2017 年补贴大幅退坡背景下，各大客车企业盈利能力均受到一定程度负面影响：宇通 2017 年单车净利由 2016 年同期的 5.70 万元下降至 4.63 万元，中通单车净利由 3.21 万元下降至 0.89 万元，安凯单车净利由 0.50 万元下降至-2.64 万元。对比可以发现宇通 2017 年单车净利下降幅度小于同行，我们判断主要是因为宇通为新能源客车龙头，向上游供应商采购时成本低，且由于品牌力和产品力较强，与下游客户进行价格谈判时议价能力强，因而补贴退坡对宇通单车盈利拖累程度小于同行。

图 60：2017 年宇通单车净利下降幅度小于同行（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

注：此处未纳入金龙汽车进行分析，因为金龙汽车 2016 年由于受处罚导致当年业绩亏损，2017 年由于国家补贴冲回导致业绩扭亏，因而金龙 2017 年单车净利数据不具备代表性。

新能源渗透率提升有助于宇通单车盈利稳定

宇通新能源客车单车净利明显高于传统客车。根据我们的测算，2016 年宇通传统客车单车净利约 3.25 万元，新能源客车单车净利约 9.72 万元。新能源客车由于具有较高的补贴，其单车盈利水平明显好于传统客车。2017 年补贴退坡对于新能源客车单车净利有一定负面影响，但仍明显高于传统客车。我们判断，未来新能源汽车补贴退坡对于宇通单车盈利拖累有限，且凭借 LCC 经济性即便在补贴完全退出后，新能源客车单车净利仍将好于传统客车。

表 11：宇通新能源客车单车净利明显高于传统客车

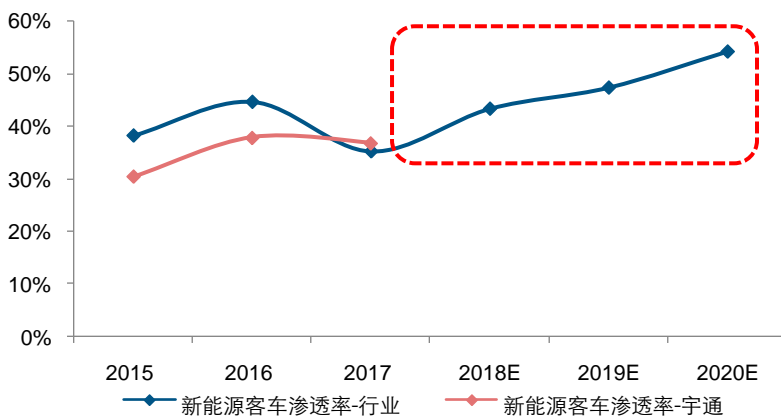
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
归母净利润（亿）	15.50	18.23	26.13	35.35	40.44	31.29
客车销量-综合（辆）	51688	56068	61398	67018	70988	67568
客车销量-传统车	49897	52171	53993	46572	44132	42703
客车销量-新能源车	1791	3897	7405	20446	26856	24865
单车净利-综合（万）	3.00	3.25	4.26	5.27	5.70	4.63
单车净利-传统车			3.75	3.25	3.25	3.25
单车净利-新能源车			7.94	9.89	9.72	7.00

资料来源：Wind，长江证券研究所测算

注：宇通 2014 年传统客车单车净利由 2013 年的 3.25 万提升至 3.75 万，主要是受益收购精益达带来的盈利能力提升，2015 年又下降至 3.25 万元，主要是因为新能源客车快速放量导致传统客车产销规模降低，因而影响了单车盈利水平，假设 2016 年开始传统客车单车净利保持稳定。

未来宇通新能源客车渗透率将跟随行业继续提升，助力公司综合单车盈利稳定。 经历过几年发展，2017 年我国新能源客车销量 8.7 万辆，客车行业新能源渗透率为 35%，随着公交存量新能源渗透率继续提升以及座位客车逐步电动化，预计 2020 年我国新能源客车销量接近 13 万辆，客车行业新能源渗透率提升至 54%。2017 年宇通新能源客车渗透率为 37%，与行业水平相当，我们认为未来宇通新能源客车渗透率将跟随行业继续提升，助力公司综合单车盈利稳定。

图 61：预计 2020 年客车行业新能源渗透率提升至 54%



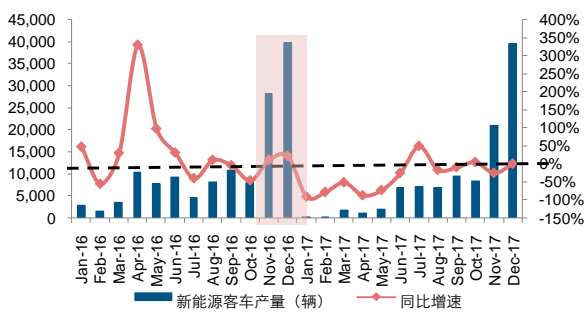
资料来源：中客网，长江证券研究所

补贴退坡下 18 年将如何演绎？

17 年行业低迷归因于 16 年底大幅抢装

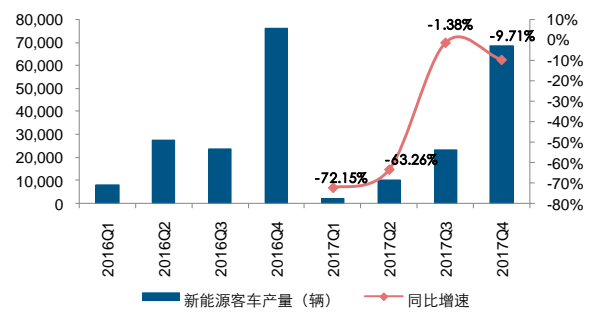
2016 年底新能源客车大幅抢装透支了 2017 年需求。新能源客车总量受政策影响较大，补贴退坡预期下 2016 年底大幅抢装，2016 年新能源客车产量达到 13.5 万辆，同比增长 10.2%。抢装透支 2017 年行业需求，叠加推广目录推倒重来，2017 年一季度新能源客车行业景气触底，随着行业旺季到来，下半年产销逐步爬坡，补贴退坡预期下 2017 年四季度大幅放量，但抢装幅度弱于 2016 年同期（2017Q4 产量同比下滑 9.7%），带来 2017 年新能源客车产量仅实现 10.5 万辆，同比下滑 22.3%。

图 62：2016 年底新能源客车大幅抢装透支了 2017 年需求



资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所

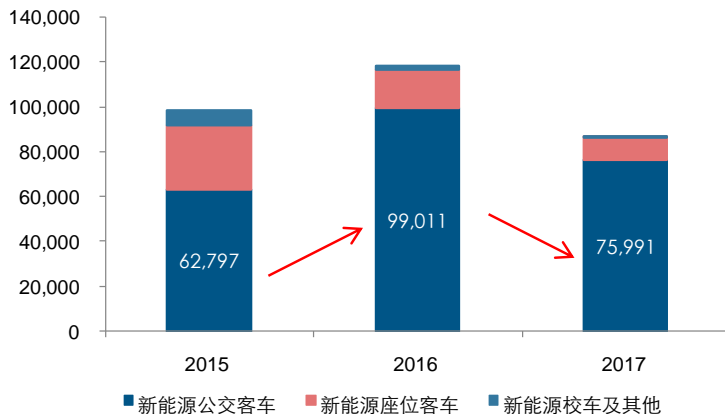
图 63：新能源客车景气于 2017Q1 触底，2017Q4 抢装弱于 2016 同期



资料来源：节能与新能源汽车网，长江证券研究所

公交客车销量下滑是新能源客车行业销量下滑的核心原因。目前新能源客车销量仍以新能源公交客车为主，2016 年新能源客车销量 11.8 万辆，同比增长 20.4%，主要是受益于新能源公交客车销量达到 9.9 万辆 (+57.7%)。2017 年新能源客车销量仅 8.7 万辆，同比下滑 26.4%，背后原因也是新能源公交客车销量下滑至 7.6 万辆。新能源公交客车销量低迷的背后是公交本身需求的大幅下滑，由于 2016 年的大幅放量透支了 2017 年行业需求，2017 年公交客车销量仅实现 10 万辆，同比下滑 17%。

图 64：新能源公交为新能源客车销量主体，2017 年新能源公交销量同比大幅下滑（单位：辆）

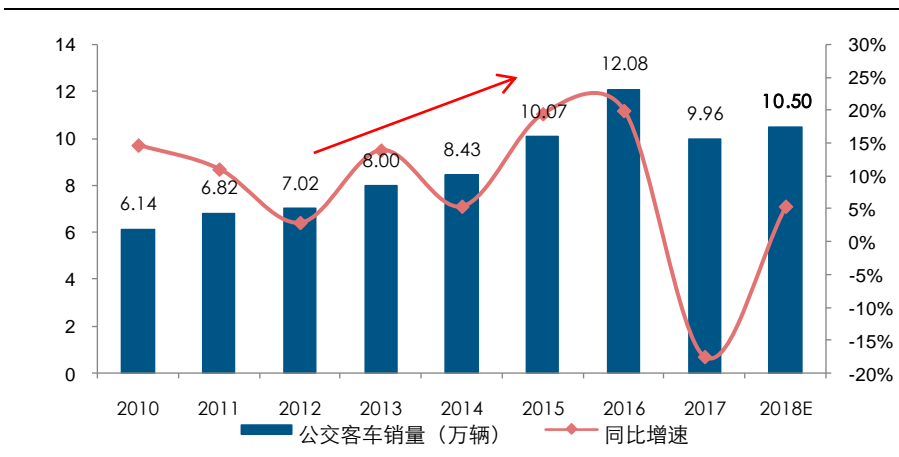


资料来源：中客网，长江证券研究所

公交客车需求刚性助力 18 年行业需求恢复

需求刚性下 2018 年公交客车需求有望恢复至 10.5 万辆。受益城镇化率持续提升，我国公交客车销量稳步提升，由 2010 年的 6.14 万辆提升至 2016 年的 12.08 万辆，其中 2015 年和 2016 年销量增长明显加速也是受益于新能源客车的大幅放量。2016 年公交客车集中放量透支了 2017 年需求，导致 2017 年公交客车销量出现 2010 年以来的首次下滑。城镇化率提升带来公交客车需求增长，预计 2018 年公交客车销量有望达到 10.5 万辆，同比增长 5.4%。

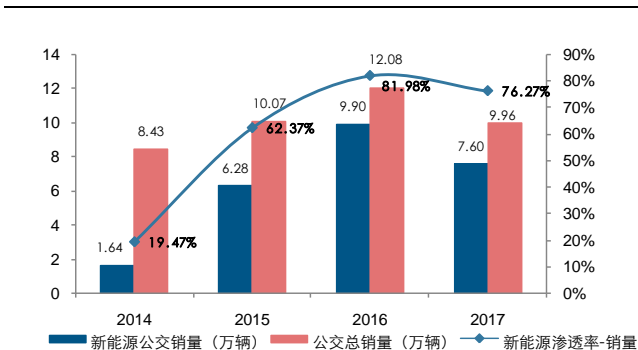
图 65：预计 2018 年公交客车销量 10.5 万辆



资料来源：中客网，长江证券研究所

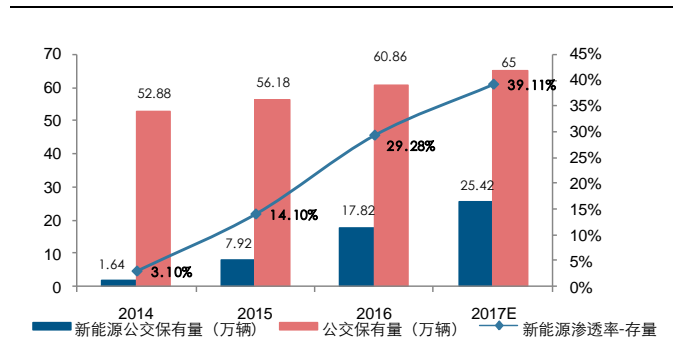
公交存量新能源渗透率仍有较大提升空间。2014 年到 2016 年，我国新能源客车实现快速放量，公交销量新能源渗透率由 2014 年的 19.47% 提升至 2016 年的 81.98%。2017 年行业景气度有所下降，导致公交销量新能源渗透率下降至 76.27%。我们认为公交客车新能源渗透率提升为不可逆转的大趋势，截至 2017 年底，公交存量新能源渗透率仅 39.11%，仍有较大提升空间。根据我们统计，广州、南京、合肥等全国多个地区已明确至 2020 年要实现公交全面电动化，有助于推动公交存量新能源渗透率继续提升。

图 66：2017 年新能源公交销量渗透率为 76.27%



资料来源：中客网，长江证券研究所

图 67：预计 2017 年底新能源公交存量渗透率为 39.11%



资料来源：Wind，中客网，长江证券研究所

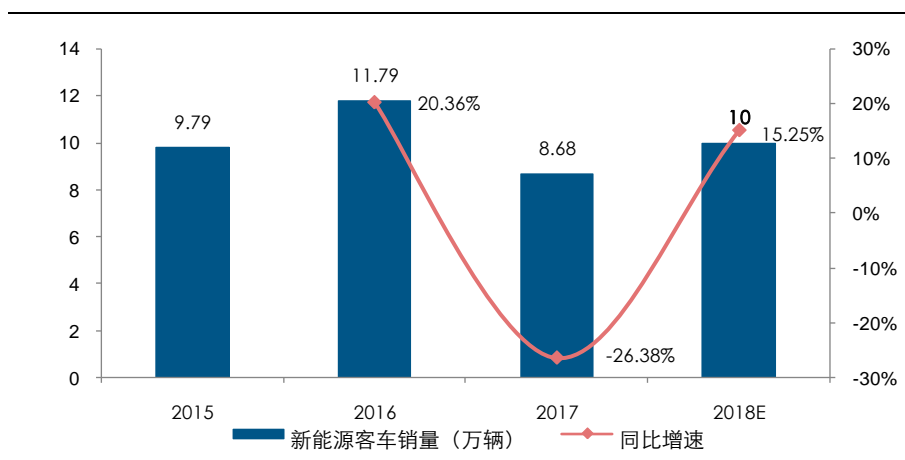
表 12: 多个地区公交全面电动化时间表

省份	城市	规划
广东省	广州	2020年底全面实现公交纯电动化
	佛山	2020年底全面实现公交纯电动化
江苏省	南京	2020年基本实现主城区、新城新区公交车全面新能源化
海南省		2020年新增和更换的公交车中新能源公交车的比例达到90%
安徽省	合肥	2020年新增及更换的公交车中新能源公交车比例达到100%
	芜湖	2020年新增及更换的公交车中新能源公交车比例达到100%
福建省		2020年全省城市公交更新为新能源汽车
河北省		2020年11个设区市和主要县城公共交通实现新能源汽车全覆盖
陕西省		2019年全省公交车全部更换为新能源汽车

资料来源: 各地政府官网, 长江证券研究所

预计 2018 年新能源客车销量有望达到 10 万辆, 同比增长 15%。需求恢复的驱动因素主要有三点: 1) 17 年底的抢装幅度弱于 16 年同期, 对 18 年的需求透支相对较少; 2) 2018 年公交客车需求恢复, 叠加新能源渗透率有所提升; 3) 18 年底仍会有补贴退坡预期下的抢装行为。

图 68: 预计 2018 年新能源客车销量有望达到 10 万辆

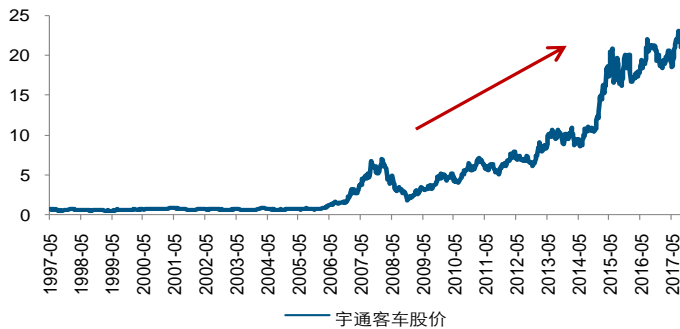


资料来源: 中客网, 长江证券研究所

宇通投资价值如何看待？

公司历史业绩表现优异，未来业绩也将实现稳健增长。过去 20 年宇通客车收入和利润均取得持续成长，由 1997 年的 4.37 亿收入、0.43 亿利润增长到 2017 年的 332 亿收入、31.29 亿利润，25% 的业绩复合增速为资本市场带来了 20 年 40 倍的涨幅。在新能源补贴退坡背景下，公司作为行业龙头有望享受集中度提升带来的稳健增长，同时凭借较高的产业地位有助于公司最大程度将补贴退坡压力向上下游分摊，我们预计公司未来业绩仍将迎来稳健增长。

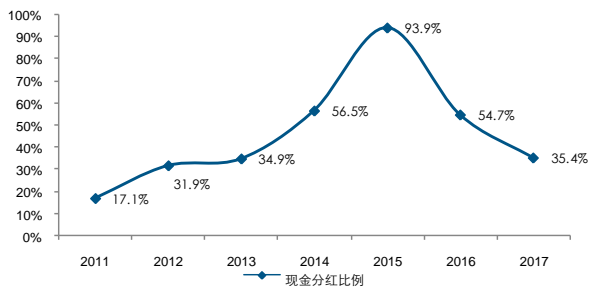
图 69：过去 20 年宇通客车股价涨幅 40 倍



资料来源：Wind，长江证券研究所

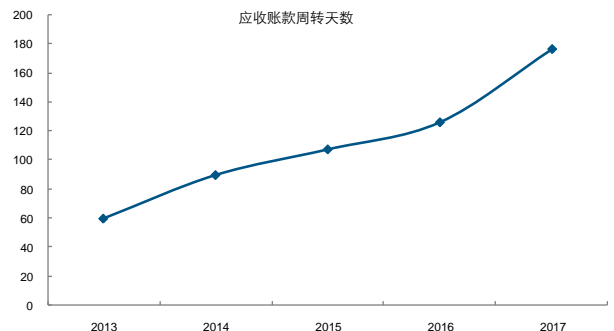
宇通具有分红传统，2018 年分红有望恢复正常水平。稳定的业绩增长带来公司分红比例的逐步提高，从 2013 年 35% 左右大幅提升，2014-2016 年分红比例均超过 50%。2017 年公司现金流承压，分红比例降低至 35%，主要因为：1) 2016 年抢装使得公司应收补贴金额较大；2) 2017 年新能源补贴新政（对 2016 年追溯）要求非个人购买的新能源汽车申请补贴，累计行驶里程须达到 3 万公里，使得公司获得新能源补贴时间延后，公司 2017 年仅收到应收补贴的 7%。从 2018 年来看，公司已经收到 2016 年第二批补贴款 58.6 亿元，剩余未发放部分有望在下半年收到，同时 2018 年补贴新政将申请补贴运营里程要求由 3 万公里降为 2 万公里将使公司现金流明显改善；中长期看，补贴退坡背景下补贴应收账款占公司收入比重有望持续下降，公司现金流压力将持续降低。我们认为 2017 年为近年来公司现金流压力最大的一年，未来随着现金流压力的降低，公司分红能力有望恢复正常水平。

图 70：宇通客车近年分红比例维持在较高水平，2017 年有所降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

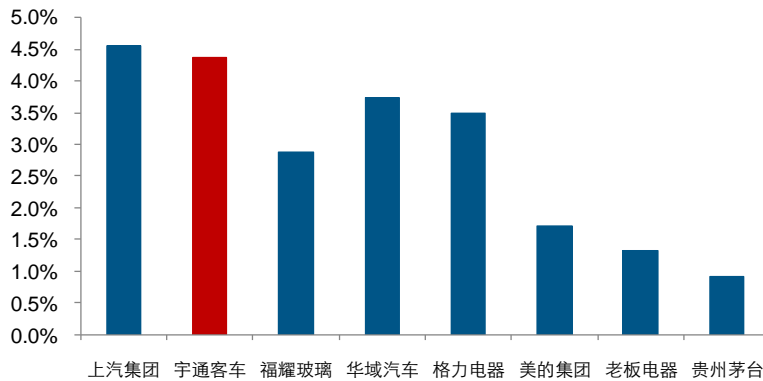
图 71：2017 年公司应收账款周转天数大幅增加，预计 2018 年将降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

对比其他行业龙头，公司股息率较高，投资价值凸显。以 2016 年分红率计算得到公司股息率为 4.4%，同期市场龙头中仅有上汽集团股息率为 4.6%，略高于宇通客车。宇通客车股息率高于汽车零部件龙头华域汽车、福耀玻璃，以及家电龙头格力电器、美的集团，白酒龙头贵州茅台，高股息率使得公司具备充分投资价值。

图 72：在行业龙头中，宇通客车股息率处于较高水平（2016 年）



资料来源：Wind，长江证券研究所

宇通作为有宽广护城河的客车龙头，稳健的业绩增速+高分红下长期投资价值凸显。补贴退坡导致 17 年新能源客车行业大幅下滑，凭借龙头优势公司市占率有所提升，宇通业绩明显好于同行。18 年新能源客车补贴仍有较大幅度退坡，凭借上游降本+下游提价，预计宇通毛利率有望保持稳定，且市占率有望继续提升；行业总量看，公交每年销量中枢在 10 万辆，17 年补贴退坡压制需求，18 年刚性需求释放，对于新能源客车总量有较强支撑，宇通 18 年业绩有望实现较快增长。中长期随座位客车电动化渗透率提升，新能源客车行业仍有一定增长空间，且宇通新能源市占率有望进一步提升，叠加海外市场持续开拓，共同助力业绩稳健增长。预计 2018-2020 年归母净利润分别为 39.3、42.8、47.4 亿元，EPS 分别为 1.78、1.93 和 2.14 元，对应 PE 分别为 11.5X、10.6X 和 9.6X。“买入”评级。

主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	33222	34275	37826	41318
增长率(%)	-7%	3%	10%	9%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	3129.2	3934.4	4278.3	4743.2
增长率(%)	-23%	26%	9%	11%
每股收益(元)	1.413	1.777	1.932	2.142
净资产收益率 (%)	20.2%	22.0%	21.4%	21.2%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	33222	34275	37826	41318	货币资金	2488	10079	12171	18016
营业成本	24479	25423	27991	30534	交易性金融资产	159	199	239	279
毛利	8743	8852	9835	10784	应收账款	18141	15011	16566	14636
%营业收入	26.3%	25.8%	26.0%	26.1%	存货	3074	3193	3516	3835
营业税金及附加	186	192	211	231	预付账款	300	312	343	374
%营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	1784	1840	2003	2134
销售费用	2353	2427	2648	2851	流动资产合计	27431	32165	36531	41128
%营业收入	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%	可供出售金融资产	1330	1330	1330	1330
管理费用	2051	2116	2297	2417	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	6.2%	6.2%	6.1%	5.9%	长期股权投资	664	724	757	778
财务费用	492	29	27	13	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.5%	0.1%	0.1%	0.0%	固定资产合计	4284	3970	3656	3344
资产减值损失	560	-149	-15	48	无形资产	1427	1412	1398	1384
公允价值变动收益	121	40	40	40	商誉	0	0	0	0
投资收益	86	55	30	20	递延所得税资产	881	0	0	7
营业利润	3308	4332	4737	5284	其他非流动资产	147	147	147	147
%营业收入	10.0%	12.6%	12.5%	12.8%	资产总计	36165	39749	43819	48118
营业外收支	34	300	300	300	短期贷款	793	0	0	0
利润总额	3636	4632	5037	5584	应付款项	14063	14606	16081	17542
%营业收入	10.9%	13.5%	13.3%	13.5%	预收账款	1027	1060	1169	1277
所得税费用	468	648	705	782	应付职工薪酬	1011	1050	1156	1261
净利润	3168	3984	4332	4803	应交税费	401	515	562	621
归属于母公司所有者的净利润	3129.2	3934.4	4278.3	4743.2	其他流动负债	1357	1408	1548	1682
少数股东损益	39	49	54	59	流动负债合计	18652	18639	20517	22384
EPS (元/股)	1.41	1.78	1.93	2.14	长期借款	21	1221	1221	1221
					应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	6	6	6
	2017A	2018E	2019E	2020E	其他非流动负债	1867	1867	1867	1867
经营活动现金流净额	-1749	9154	4662	8667	负债合计	20560	21733	23611	25478
取得投资收益	47	0	0	0	归属于母公司	15500	17860	20000	22371
长期股权投资	0	-5	-5	-5	少数股东权益	106	155	209	268
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	15606	18016	20208	22639
固定资产投资	-727	-363	-398	-433	负债及股东权益	36165	39749	43819	48118
其他	-92	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-819	-368	-403	-438		2017A	2018E	2019E	2020E
债券融资	1000	0	0	0	EPS	1.413	1.777	1.932	2.142
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.00	8.07	9.03	10.10
银行贷款增加 (减少)	-185	407	0	0	PE	14.49	11.52	10.60	9.56
筹资成本	-2368	-1603	-2166	-2384	PEG	0.97	0.77	0.71	0.64
其他	480	0	0	0	PB	2.93	2.54	2.27	2.03
筹资活动现金流净额	-1073	-1196	-2166	-2384	EV/EBITDA	9.71	7.22	6.26	4.71
现金净流量	-3640	7591	2093	5844	ROE	20.2%	22.0%	21.4%	21.2%

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。